

FILOZOFSKI FAKULTET SVEUČILIŠTA U ZAGREBU
ODSJEK ZA POVIJEST

Diplomski rad

Zakonska stabilizacija dinara i zlatni standard u Kraljevini Jugoslaviji

Mentor
dr. sc. Ivica Šute

Student
Vjenceslav Rupčić

Zagreb, ožujak 2018

Sadržaj

Summary	3
Zusammenfassung.....	3
Zahvale.....	4
0.0 Uvod.....	5
1.0 Teoretsko-metodološki okvir rada	6
1.1 Teoretski okvir	7
1.2 Metodologija	8
1.3 Osvrt na literaturu	10
2.0 Novčani sustavi i zlatni standard	12
2.1 Zlatno doba klasičnog zlatnog standarda	15
2.2 Obnovljeni zlatni standard i njegovi glavni nedostaci	17
2.3 Kolaps međuratnog zlatnog standarda	20
3.0 Ekonomska prilike u Kraljevini Jugoslaviji do 1931.....	21
3.1 Predratni dinar, te problemi nakon monetarne unifikacije.....	22
3.2 Razdoblje stabilnosti i pokušaj zakonske stabilizacije dinara	27
3.3 Sto dana zlatnog dinara u Kraljevini Jugoslaviji	33
4.0 Zašto se pristupilo zakonskoj stabilizaciji dinara?.....	36
4.1 Zlatna valuta kao ideja	38
4.1.1 Zlatni standard kao <i>mainstream</i> onog vremena	38
4.1.2 Zlatni standard kao simbol zdrave monetarne politike	42
4.2 Zlatni standard te utjecaj interesnih grupa	44
4.2.1 Međunarodna politika i zlatni dinar	45
4.2.2 Kontroverza oko duga Narodnoj banci	49
4.2.3 Interes dvora.....	53
4.3 Institucije i zlatni standard	56
4.3.1 Banka za međunarodna poravnanja i zlatni dinar	56
4.3.2 Diktatura i zakonska stabilizacija	58
5.0 Zaključak.....	62
6.0 Bibliografija	64

Summary

By mid-1931 the international gold standard system was beginning to deteriorate rapidly with one European country after the other having to suspend the convertibility of its currency. Yet at this exact time the Kingdom of Yugoslavia decided to introduce the same monetary system by legally binding its currency, the Dinar, to gold. Lasting only slightly over 100 days, the gold standard in Yugoslavia did not survive long and was already suspended in October of the same year. The question as to why Yugoslav authorities decided to adopt gold standard in the very moment when it was already collapsing all over Europe is at the core of this thesis. After briefly outlining the development of the Gold standard in the interwar period and explaining the key tendencies of Yugoslav monetary policy, this thesis will discuss possible reasons behind the legal stabilization of dinar. Relying on the 3I framework and using process tracing as main methodology, I will argue that this decision was primarily to be seen as an outcome of economic and even more political circumstances, which have postponed previous attempts to legally stabilize the Yugoslav currency.

Keywords: interwar gold standard, dinar, Kingdom of Yugoslavia, monetary policy, gold parity.

Zusammenfassung

Im Sommer 1931 befand sich das internationale Währungssystem in einer immer schwierigeren Lage, in der ein europäisches Land nach dem anderen die Konvertibilität seiner Währung aufgeben und somit den Goldstandard abschaffen musste. Doch gerade zu dieser Zeit wurde der Goldstandard im Königreich Jugoslawien eingeführt, indem man die Goldbindung der jugoslawischen Währung, des dinar, gesetzlich vorschrieb. Allerdings, war jugoslawische Goldstandard nur von kurzer Dauer und musste schon im Oktober desselben Jahres abgeschafft werden. Im Fokus dieser Arbeit steht daher die Frage, wieso haben die jugoslawischen Behörden den Goldstandard gerade in dem Zeitpunkt eingeführt, als er in anderen Ländern Europas zusammenbrach. Nach einer kurzen Beschreibung der Geschichte des Goldstandards in der Zwischenkriegszeit sowie der Analyse der wichtigsten Tendenzen der jugoslawischen Geldpolitik, widme ich mich den wichtigsten Erklärungsansätzen für die Einführung des Goldstandards in Jugoslawien. Beruhend auf dem 3I Rahmen und der Process Traing Methodologie, behaupte ich, dass diese Entscheidung als ein Ergebnis der wirtschaftlichen und vor allem politischen Umstände war, die eine frühere gesetzliche Stabilisierung des Dinars verhinderten.

Schlagwörter: Goldstandard der Zwischenkriegszeit, Dinar, Königreich Jugoslawien, Geldpolitik, Goldparität.

Zahvale

Kao prvo zahvaljujem se svom mentoru profesoru Ivici Šuteu, na njegovoj velikoj pomoći te vrijednim savjetima koji su mi umnogome pomogli, još od onog sunčanog dana u rujnu 2013 kada sam odabrao suvremenu povijest kao područje specijalizacije na diplomskom studiju. Njegova spremnost da me podrži u mojim boravcima u inozemstvu, otvorenost novim idejama te strpljenje koje je pokazao prilikom mentoriranja ovog rada omogućila su mi da se profiliram kao mladi ekonomski povjesničar te ću mu na tome biti vječito zahvalan. Ujedno bi se htio zahvaliti i ostalim profesorima sa Odsjeka za povijest na znanju kojeg su mi prenijeli te na tome što su mi pomogli pri odabiru moje daljnje karijere.

Također bi se želio zahvaliti svojim bakama te roditeljima, koji su me uvijek podržali kada je trebalo iako nisu uvijek smatrali da donosim prave odluke. Nadam se da ćete biti zadovoljni ovime što sam napisao jer ovaj rad je rezultat kako mog rada tako i vaše pomoći te odricanja tokom posljednjih 7 godina. Jednako veliko hvala ide Hajni koja me pratila u mojim usponima i padovima tokom posljednjih šest godina te uvijek bila stalan izvor ohrabrenja i podrške. Za kraj bi se još želio zahvaliti Ivanu Markoviću i Zvonimiru Plavecu na njihovom prijateljstvu i pomoći tokom čitavog studija te briljantnom Davoru Iličiću bez kojeg ne znam kako bi preživio svoje akademske pustolovine po inozemstvu.

0.0 Uvod

Dana 11. svibnja 1931. zbio se jedan događaj koji je vrlo važan za razumijevanje međuratne monetarne povijesti Kraljevine Jugoslavije. Tog dana zapečaćena je sudbina jedne od najvećih austrijskih banaka, bečkog *Creditanstalta*, čiji je bankrot odaslao šokove diljem Europe te obilježio početak kraja međuratnog zlatnog standarda. No dok se u inozemstvu sa strepnjom pratio pad *Creditanstalta*, u Kraljevini Jugoslaviji u središtu pozornosti bio je jedan drugi, također važan događaj koji je se zbio dva dana ranije u Parizu. Tamo je 9. svibnja potpisan ugovor o stabilizacijskom kreditu, koji je omogućio provođenje zakonske stabilizacije jugoslavenskog dinara. Ispunjenjem tog dugo neostvarenog cilja jugoslavenske monetarne politike dinar Kraljevine Jugoslavije je pristupio društvu europskih valuta sa zlatnom podlogom.

Upravo ta odluka o uvođenju zlatnog standarda glavna je tema ovoga rada. Iako postoji niz ekonomskih objašnjenja zašto je prije izbijanja Velike Depresije bilo poželjno imati zlatnu valutu, nejasno je zašto se Kraljevina Jugoslavija na taj potez odlučila baš u trenutku kada se međunarodni monetarni sustav temeljen na zlatu počeo urušavati. Bez analize unutarnjeg- i vanjskopolitičkog konteksta te odluke, svaka debata o ovom pitanju spadala bi u red nagađanja, pa je upravo zato jedan od ciljeva ovog rada analizirati monetarnu politiku Kraljevine Jugoslavije u kontekstu uspona i pada međunarodnog zlatnog standarda u Europi te unutarnjopolitičkih interesa.

Stoga će se drugo poglavlje posvetiti glavnim karakteristikama međuratnog zlatnog standarda te dati kratak pregled njegovog povijesnog razvoja. Pri tome ću se posebno osvrnuti na vanjskopolitičke uvjete koji su prethodili jugoslavenskoj zakonskoj stabilizaciji te naglasiti prednosti i nedostatke onodobnog međunarodnog monetarnog sustava. U trećem poglavlju ću se osvrnuti na političke i ekonomske uvjete u Jugoslaviji pod kojima je nastala ideja o uvođenju zlatnog standarda te analizirati razvojne faze jugoslavenske monetarne politike. Pritom ću naglasak staviti na ulogu glavnih aktera zakonske stabilizacije poput Milana Stojadinovića, Bogdana Markovića te Stanka Švrljuge, koji su tokom tog razdoblja služili kao jugoslavenski ministri financija. Uz to posvetit ću se i ulozi Narodne banke, koje je u razdoblju koja je u istom razdoblju prošla kroz nekoliko reformi, kojima je ojačan njen utjecaj na monetarnu politiku čitave zemlje.

Četvrto poglavlje obuhvatit će glavni analitički dio rada, u kojem ću raspraviti može bitne razloge, koji su mogli dovesti do zakonske stabilizacije dinara 1931. Pri tome moja polazišna teza glasi, da je uvođenje zlatnog dinara bilo jedan podjednako politički te ekonomski projekt, na kojeg su podjednako utjecali vanjsko- i unutarnjopolitički interesi te pritisci. Iako se ne može zaniijekati da je zakonska stabilizacija provedena pod utjecajem nepovoljnih ekonomskih prilika u kojima se Kraljevina Jugoslavija nalazila, što ću detaljno prikazati u trećem poglavlju, smatram da su za

objašnjenje dinamike zakonske stabilizacije politički interesi igrali važniju ulogu. Stoga ću se u četvrtom poglavlju prije svega posvetiti političkim razlozima koji su mogli dovesti do zakonske stabilizacije.¹

No prije se postavlja pitanje zašto je danas uopće relevantno pisati o jednom monetarnom sustavu koji je tokom prošlog stoljeća izgubio na važnosti. Iako zlatni standard više nije na snazi niti u jednoj državi, neki njegovi aspekti su preživjeli do dan danas te sama ideja zlatnog standarda još uvijek ima velik broj pristalica. Moj interes za ovu temu pobudila je ideja o zlatnom standardu kao mogućem rješenju svjetske financijske i dužničke krize, koju su podržala neka velika imena iz svijeta financija i ekonomije,² iako velika većina ekonomista zlatni standard i dalje vidi kao “barbarsku relikviju kojoj je mjesto u ropotarnici povijesti” (O'Brien, 26.08.2012).³ Međutim, proučavanje zlatnog standarda nam može dati uvid u neke od problema, koji dan danas progone ekonomije europskih zemalja.⁴ Upravo kako bi se izbjeglo ponavljanje istih grešaka, potrebno se je osvijestiti o povijesnom iskustvu vlastite zemlje, pa je namjera ovog rada pridonijeti boljem razumijevanju jednog djelića ekonomske povijesti Hrvatske te ovog dijela Europe.

1.0 Teoretsko-metodološki okvir rada

S obzirom na kvalitativni karakter ovog rada te njegov cilj da zakonskoj stabilizaciji dinara pristupi iz više različitih perspektiva, za teoretsko-metodološki okvir rada poslužiti ću se kombinacijom elemenata iz ekonomske povijesti te političke ekonomije. Budući da tema ovog rada istovremeno zahtjeva povijesnu analizu te razumijevanje ekonomskih te političkih procesa, niti jedna od tih dviju disciplina nije sama po sebi dovoljna da bi ju se kvalitetno obradilo. No zajedno one nam pružaju izvrstan okvir za proučavanje monetarne politike Kraljevine Jugoslavije u širem unutarnjo- i vanjskopolitičkom kontekstu.

1 Jedan od razloga zašto sam odabrao ovakvo težište za svoj rad, je taj da je u literaturi o jugoslavenskom zlatnom standardu, već relativno detaljno pisano o posljedicama zlatnog standarda za jugoslavensku ekonomiju (Vidi Gnjatović 2008; Hinić, Stojić, Đurđević 2010) dok se razlozima njegovog uvođenja pridavalo znatno manje pažnje.

2 Alan Greenspan koji je bio na čelu američkog FEDa (Federal Reserve - FED), je izjavio da bi povratak na sustav zlatnog standard, koji je postojao prije Prvog Svjetskog Rata, imao povoljan učinak na današnji financijski sustav. Pritom je istakao da bi zlatni standard prisilio javni i privatni sektor da se drže fiskalne discipline što bi spriječilo neodgovorno ponašanje kako vlada tako i pojedinaca (Bonner, 10.07.2016).

3 Jedan od glavnih stručnjaka za zlatni standard Barry Eichengreen argumentira da je zlatni standard bio glavni krivac za produbljivanje međunarodne krize 1930tih iz koje su države uspjele izaći tek nakon što su napustile zlatne paritete svojih valuta (Eichengreen 1996, 20).

4 Naime, međunarodni zlatni standard bio je sustav fiksnih deviznih tečajeva, u kojem su valute bile fiksirane u odnosu na određenu količinu zlata. Kao takav, međunarodni zlatni standard se umnogome razlikuje od danas dominantnog sustava promjenjivih deviznih tečajeva. Međutim, uspostavom Europske Monetarne Unije i uvođenjem eura kao zajedničke valute, neki problemi međuratnog zlatnog standarda ponovno su dobili na aktualnosti. U oba slučaja imamo međunarodne monetarne sustave, koji obuhvaćaju čitav niz država, koje se moraju pridržavati istih pravila iako imaju različite ekonomske kapacitete i potrebe.

1.1 Teoretski okvir

Kod izbora najpovoljnijeg teoretskog okvira za ovu temu mora se uzeti u obzir dvojaku zadaću ovog rada, s jedne strane kontekstualizacija zlatnog standarda u Jugoslaviji u okviru monetarnih sustava između dva svjetska rata a s druge, analiza čimbenika koji su utjecali na odluku da se dinar zakonski stabilizira baš u ljeto 1931. No iako je tema ovog rada uvelike povijesno-ekonomska, ekonomska povijest ne pruža najbolji teoretski okvir za njeno proučavanje. Recentnom ekonomskom povijesti dominiraju prije svega dvije škole, *povijesna ekonomija* i *ekonomska povijest*, između kojih unatoč sličnosti u nazivu postoje velike razlike (Hesse 2015, 12). Kod *povijesne ekonomije* u tradiciji Gustava Schmollera, naglasak je na ekonomskom pristupu povijesti, pri čemu se prošlost vidi kao svojevrsna baza podataka, čijom se analizom mogu testirati zakonitosti na kojima počiva ekonomska znanost (Hein, Hilderbrand & Schultz 2006, 212). Budući da se ovaj pristup temelji na korištenju kvantitativnih izvora, on pokazuje znatne slabosti kod istraživanja povijesnih razdoblja sa loše sređenim statističkim podacima (Hesse 2015, 14). Druga škola, ovdje opisana kao *ekonomska povijest*, nastala je pod utjecajem kulturalne povijesti pri čemu je težište stavljeno na povijest marketinga, konzumerizma te posebice nakon 1990th na povijest poduzetništva. Za razliku od *povijesne ekonomije*, ova škola svoju metodologiju temelji na analizi diskursa te povijesnih narativa (Hesse 2015, 14). No iako oba pristupa imaju svojih prednosti, oni nisu povoljni za analizu složenijih tema koje pored ekonomskih, obrađuju i šire društveno-političke aspekte, tim više što iza svakog ekonomskog fenomena, pa tako i pitanja zakonske stabilizacije stoje određene ideje, vrijednosti i interesi, za čiju analizu ove dvije škole ne pružaju dovoljno dobar okvir.

Budući da ovaj rad istražuje historijat jedne monetarne politike, bilo bi za očekivati da znanost o javnim politikama nudi primjeren teoretski okvir za njeno proučavanje. No pristup *historical monetary policy analysis* prije svega analizira prednosti i nedostatke određenih javnih politika u povijesnom kontekstu (Vidi Orphanides 2003). Kada bi se temi zakonske stabilizacije dinara pristupilo iz te perspektive, naglasak bi bio na prednostima i nedostacima zlatnog standarda kao monetarnog sustava u uvjetima u kojima se Kraljevina Jugoslavija nalazila. Stoga se može zaključiti da je i ovaj pristup prije svega primjeren istraživanju čisto ekonomskih aspekata određene politike.

S obzirom na nedostatke spomenutih teoretskih škola, najbolji teoretski okvir nudi *politička ekonomija*, znanstvena disciplina koju je Schumpeter opisao kao "znanost o cjelokupnom procesu narodne privrede" (Stark 1994, 75). Budući da je težište ove politološke grane na istraživanju međuodnosa politike i ekonomije, velika se važnost pridaje temama poput raspodjele ekonomska

moći između različitih društvenih grupa, interesa društvenih grupa te institucionalnog okvira unutar kojeg djeluju tržišni mehanizmi (Vidi Hall 1997, 175). Pri tome je jedna od najrasprostranjenijih teorija političke ekonomije takozvana *3-i teorija*, koja je zahvaljujući svom interdisciplinarnom pristupu već našla primjenu u povijesnim istraživanjima (Vidi Harris & Tichenor 2009, McClosky 2015). Njena glavna karakteristika je da donošenje političkih odluka tumači kroz prizmu interesa, ideja i institucija, koje utječu na vlastodršce. Pri tome se pažnja ne pridaje samo ekonomskim interesima, već čitavom nizu drugih čimbenika, poput sustava vrijednosti i uvjerenja, privatnih interese te utjecaja institucionalnog okvira (Hall 1997, 178).

U recentnim istraživanjima od tih triju aspekata prevladava pristup temeljen na analizi interesa gospodarskih aktera, koji svoje korijene vuče iz marksističke političke ekonomije te rasprave o ekonomskim interesima društvenih klasa (McGillivray 2001, 6). Ova kategorija obuhvaća sve one čimbenike koji se odnose na ekonomske, političke i druge interese pojedinaca i grupa uključenih u proces provođenja određene javne politike. No jedan od nedostataka ovog pristupa je to, da pretpostavlja ekonomski determinizam u kojem ljudi funkcioniraju na temelju maksimizacije vlastitih ekonomskih interesa (Vidi Gourevitch 1986, 59-60). Druga kategorija, uzima u obzir da čovjek nije samo *homo oeconomicus* već da su njegove odluke također vođene idejama i vrijednostima, dok treći pristup smatra da institucije poput političkog uređenja, zakonskog okvira te državnih organa imaju važnu ulogu time što pružaju okvir unutar kojeg interesi i ideje mogu širiti svoj utjecaj (Gourevitch 1986, 61).

Budući da je ishodišna pretpostavka ovog rada da je na odluku o uvođenju zlatnog standarda utjecao čitav niz političkih i ekonomskih faktora, a ne samo jedan, *3-i* pristup pruža jedan koristan okvir za njihovu sistematizaciju i analizu. Promatrane pojedinačno, niti jedna od navedenih triju kategorija nebi bila dovoljna da se objasni zakonska stabilizacija dinara, no zajedno ove kategorije omogućuju sveobuhvatan pristup ovoj temi te smanjuju mogućnost previda značajnih čimbenika. No budući da je cilj ovog rada povijesna a ne politološka analiza procesa koji je vodio k uvođenju jedne monetarne politike, ja se neću strogo držati ovog teoretskog pristupa već ga prilagoditi temi rada. Time se u potpunosti stavljam na stranu poznatog ekonomista i ekonomskog povjesničara Barrya Eichengreena, koji je ustvrdio da ekonomski povjesničari imaju prednost što za razliku od ekonomista nisu toliko privrženi teoretskoj čistoći već veću pažnju pridaju političkom i povijesnom kontekstu (Eichengreen 2014, 1-2).

1.2 Metodologija

Budući da ovaj rad ima za cilj identificirati čimbenike koji su utjecali na proces zakonske stabilizacije dinara, važno je odabrati takvu metodologiju, koja može objasniti *ex ante* razloge

zakonske stabilizacije. Naime, glavni nedostatak pozitivističke kvantitativne metodologije koja danas dominira ekonomskom poviješću je to što korištenjem metoda posuđenih iz ekonomske znanosti stavlja naglasak na analizu *ex post* rezultata određene politike (Vidi Rosenbloom 2008,1-3). Iako je ova metodologija izvrsna za analizu posljedica uvođenja zlatnog standarda na jugoslavensko gospodarstvo, ona zanemaruje pitanje "qui bono" te interese koji stoje iza političkih odluka (Salerno, 2011).

Da bi što točnije odgovorio na ovo pitanje, ovaj rad će imati kvalitativan hermeneutički pristup u tradiciji kontinentalne historiografije te tretirati ovu temu kao *studiju slučaja* (case study). Iako bi se uvođenje zlatnog standarda u Jugoslaviji primjerice moglo usporediti sa monetarnom reformom u Portugalu, koja je pratila sličnu putanju kao jugoslavenska (Vidi Eichengreen 1996, 188-189),⁵ razlog zašto se nisam odlučio za komparativan pristup ovoj temi je specifičnost jugoslavenskog slučaja. Naime, uvođenje zlatnog standarda u Kraljevini Jugoslaviji provedeno je u znatno drugačijem kontekstu, kojeg je karakteriziralo pitanje njemačkih ratnih reparacija, unutarnjopolitička dimenzija zakonske stabilizacije te vanjskopolitička osjetljivost načina njenog provođenja. S obzirom na te razlike i na cilj ovog rada, *studija slučaja* ima više prednosti od komparativnog pristupa.

S obzirom na to da je tema ovog rada istovremeno povijesna, politička i ekonomska, najprikladniju metodologiju nudi tzv. *process tracing*, kojeg Collier definira kao „analitički alat za deskriptivnu i kauzalnu inferenciju" koja je "dio vremenske sekvence događaja ili fenomena" (Collier 2011, 824). U njegovom tipu *process tracinga* razlikuju se dvije glavne faze analize. Prva se sastoji od detaljnog opisa teme i glavnih aktera, tj. glavnih sastavnica procesa koji se želi analizirati te njihovoj kontekstualizaciji (Collier 2011, 823). Druga faza *process tracinga* prema Collieru sastoji se od rekonstrukcije kauzalne veze između nezavisnih i zavisnih varijabli, no ovaj rad neće koristiti kategorizaciju u varijable jer smatram da je to s obzirom na temu suvišno i nepraktično. Iz istog razloga se također neću strogo držati Collierovih testova za kauzalnu interferenciju (Collier 2011, 825), već staviti naglasak na argumente, koji idu u prilog ili protiv određenog tumačenja jugoslavenske monetarne reforme. Ovom ću se posvetiti prije svega u četvrtom poglavlju, koje predstavlja glavni analitički dio ovog rada.

Pri tome ću se prije svega osloniti na novinske izvore, literaturu iz onog vremena te dostupnu arhivsku građu. Razlog zašto ću inzistirati na novinskoj građi je taj, da je ona zbog drugačijeg težišta istraživanja zanemarena u radovima koji su pisani o ovoj temi (Vidi Grivčev 1986, Gnjatović 1991, Nikolić 2003). To posebice vrijedi za pisanje hrvatskih novina i glasila, koje

⁵ Naime u Portugalu je nakon Prvog Svjetskog Rata takodošlo do velike inflacije, potom deflacije, postupnog snaženja nacionalne valute te na kraju zakonske stabilizacije 1931 (Za više detalja o monetarnoj reformi u Portugalu vidi Amaral & Da Silva 2015).

su relativno slabo istražene, a koje ću nastojati u što većoj mjeri uključiti u ovaj rad. Također ću se koristiti literaturom o zlatnom standardu iz međuratnog razdoblja, koja pruža uvid u način razmišljanja onodobnih akademskih (prije svega ekonomskih i financijskih) krugova. Što se arhivske građe tiče, tu je ovaj rad bio prisiljen na kompromise, prije svega zbog svoje prostorne i vremenske ograničenosti. Stoga u okvir ovog rada neće ući dio izvora, koji su raspoloživi u Arhivu Jugoslavije u Beogradu, poput arhive Ministarstva financija te Ministarstva Trgovine i industrije u kojima se nalazi raznovrsna građa o zlatnom standardu. Razlog zašto nisam jače inzistirao na tim izvorima, jest to da su oni s jedne strane većim dijelom tehničke naravi te s druge već obrađeni u srpskoj bibliografiji o zlatnom standardu pa ću ih prema potrebi preuzimati iz sekundarne literature.⁶

Rad će vremenski obuhvatiti period od 1918. do 1931. godine, no naglasak će biti na razdoblju nakon 1922. godine. Razlog zašto sam odabrao upravo 1922. kao početak priče o zlatnom standardu u Jugoslaviji je taj, da su se te godine zbila dva vrlo važna događaja. Na vanjskopolitičkom planu održana je konferencija u Ženevi, koja je pozvala na obnovu zlatnog standarda, dok u Jugoslaviji na mjesto ministra financija dolazi Milan Stojadinović, za čijeg će mandata biti postignuta *de facto* stabilizacija dinara. S obzirom na periodizaciju razvoja jugoslavenske monetarne politike razlikovat ću tri glavne etape. Prva obuhvaća razdoblje slabljenja dinara te inflatornog financiranja proračunskih rashoda u prvim godinama nakon Prvog Svjetskog rata. Ona završava dolaskom Milana Stojadinovića na čelo Ministarstva financija, koji je postepeno stabilizirao dinar te postavio temelje za provođenje zakonske stabilizacije. Uvođenje diktature kralja Aleksandra označio je početak treće etape, tokom koje je dinar konačno zakonski stabiliziran 1931. Zaključno bih još želio naglasiti da ću za čitavo razdoblje obuhvaćeno ovim radom koristiti pridjev "jugoslavenski" unatoč tome što je Kraljevina Srba, Hrvata i Slovenaca preimenovana u Kraljevinu Jugoslaviju tek 1929.

1.3 Osvrt na literaturu

U recentnoj hrvatskoj historiografiji tema zlatnog standarda gotovo da uopće nije obrađivana uz izuzetak monografije Mire Kolar-Dimitrijević (Kolar-Dimitrijević, 2013).⁷ Ta monografija pak ne posvećuje mnogo pažnje pitanju zlatnog standarda već iznosi temeljne tehničke informacije o zakonskoj stabilizaciji. Kolar-Dimitrijević pri tome zaključuje da je uvođenje zlatnog standarda

6 Tu prije svega mislim na analizu jugoslavenske monetarne politike Gorana Nikolića te monografiju o srpskim državnim dugovima Dragane Gnjatović. No to ne znači da ću u potpunosti zanemariti arhivsku građu, pa ću koristiti zapisnike sjednica Ministarskog savjeta, koji nam daju važan uvid u glavna pitanja kojima se bavio državni vrh.

7 Još bih htio istaknuti jednu monografiju Mire Kolar-Dimitrijević, Bankar i politika, koja se bavi radom Ljubomira St. Kossiera, međunarodno priznatog hrvatskog bankarskog stručnjaka, koji je danas slabo poznat u hrvatskoj javnosti. U njoj Kolar-Dimitrijević daje iscrpan prikaz njegovog života i rada te usput daje jedan pregled monetarne politike onog vremena, na koju je Kosier također imao utjecaja budući da je bio desna ruka ministra financija Milana Stojadinovića (Kolar-Dimitrijević 2009, 101).

prije svega trebalo osigurati "trgovinski kredibilitet države i olakšati joj trgovinu sa inozemstvom" (Kolar-Dimitrijević 2009, 155). Time se Kolar-Dimitrijević svrstava uz one autore, koji uvođenje zlatnog standarda tumače ekonomskim razlozima olakšanja trgovinske razmjene te povoljnijim uvjetima kreditiranja na međunarodnom tržištu. No unatoč tome Kolar-Dimitrijević ne ulazeći u detalje također tvrdi da je zakonska stabilizacija provedena "zbog međunarodnog pritiska" te da je bila "imperativ tadašnjeg vremena" (Kolar-Dimitrijević 2013, 156).

U historiografiji ostalih zemalja bivše Jugoslavije o zlatnom standardu se ponajviše pisalo u Srbiji gdje se nekoliko autora bavilo ovom tematikom. Prije svega bih htio istaknuti Dimitrija Boarova, koji je napisao izvrsnu knjigu o ministrima financija Kraljevine Jugoslavije, koja daje dobar uvid u jugoslavensku financijsku i monetarnu politiku između dva rata (Boarov, 1997). No u toj knjizi je pitanju zlatnog standarda posvećeno relativno malo pažnje. Zakonskom stabilizacijom dinara se puno iscrpnije bavila Dragana Gnjatović, koja je o ovoj temi napisala nekoliko radova.⁸ Naime, Gnjatović stavlja naglasak na ulogu i utjecaj Banke za međunarodna poravnanja te pitanje njemačkih reparacija (Gnjatović 2006, 34). U njenoj interpretaciji Kraljevina Jugoslavija je pristupila stabilizaciji dinara prije svega zato da bi ostvarila svoje pravo na dionice u Banci za međunarodna poravnanja te tako osigurala svoja reparacijska potraživanja od Njemačke (Gnjatović 2006, 35). Pri tome Gnjatović zaključuje da je „jugoslavenska vlada morala biti uvjerena da će to [zakonska stabilizacija dinara] imati konkretne dugoročne prednosti za nacionalnu ekonomiju“ (Gnjatović 2006, 40). No ovakvo objašnjenje zakonske stabilizacije zanemaruje politički aspekt uvođenja zlatnog standarda.

Pored Gnjatović iz srpske historiografije htio bi još istaknuti detaljnu studiju jugoslavenske monetarne politike između dva rata (Hinić, Stojić, Đurđević 2010), koja pruža lijepi uvid u probleme ondašnje jugoslavenske privrede te dinamiku njene monetarne politike. No slično kao i kod Gnjatović, autori se služe isključivo ekonomskim argumentima u obrazlaganju uvođenja zlatnog standarda te zanemaruju njegove političke aspekte. Za razliku od njih u svojoj analizi devizne politike Jugoslavije Goran Nikolić upozorava da „ne treba smetnuti s uma i snažan politički pritisak za ovaj akt [zakonsku stabilizaciju dinara]“ jer je režim trebao „krupan politički poen“ (Nikolić 2003, 112). Nažalost Nikolić tu izjavu dalje ne obrazlaže niti pruža bilo kakve argumente koji bi joj išli u prilog. Zaključno, Grivčev u svojoj knjizi o tečaju jugoslavenskog dinara tvrdi da uvođenje zlatnog standarda treba gledati kao kulminaciju politike vladajuće klase kojoj je „bilo u interesu da ima visokovrijedan i stabilan dinar“ (Grivčev 1986, 54).

⁸ Posebice detaljni su članci Politika stabilizacije deviznog kursa dinara za vreme velike svetske ekonomske krize te Sto in en dan dinarske konvertibilnosti med svetovnim vojnama. U ovim dvama člancima Gnjatović daje lijep opis zakonske stabilizacije dinara no daje nepotpunu sliku razloga, koji su utjecali na ovu monetarnu politiku (Vidi Gnjatović 2013, 335-337).

Ostale autore koji su se bavili ovom temom možemo podijeliti u dvije grupe. U prvu grupu spadaju ekonomisti, koji su u međuratnom razdoblju pisali o zlatnom standardu i monetarnoj politici Kraljevine Jugoslavije i to najčešće kao "nužnosti onog vremena" (Primjerice Belin 1930, 1924; Tomašević 1938, 1935, 1932; Marković 1926; Plavšić 1930, 1933 i dr.). U drugu grupu autora pak spadaju ekonomisti koji su o zlatnom standardu pisali u FNR Jugoslaviji i to prije svega s jednog tehničkog gledišta (Primjerice Dvornik 1971, Čulinović 1963, Mirković 1958, 1952).

Što se tiče strane literature tek se malen broj autora bavio pitanjem jugoslavenske monetarne politike. Tu bi prije svega istaknuo Alana Fogelquista, koji je napisao iscrpnu studiju o jugoslavenskoj ekonomiji u međuratnom razdoblju. Iako vremenski okvir njegovog rada ne obuhvaća period uvođenja zlatnog standarda, njegova studija daje detaljan uvid u odluke koje su mu prethodile te razne unutarnjopolitičke sukobe u Kraljevini Jugoslaviji. Fogelquist se unatoč tome dotiče i same teme zlatnog standarda, te uvođenje zlatnog standarda 1931. vidi kao posljedicu neuspjeha prijašnjih vlada da sprovedu zakonsku stabilizaciju zbog „političke paralize“ u državi no tu svoju tvrdnju ne potkrepljuje argumentima (Fogelquist 2011, 579).

Na temelju svega navedenog može se zaključiti da većina autora uvođenje zlatnog standarda u Kraljevini Jugoslaviji reducira na rezultat ekonomskih interesa zemlje. Razlog tomu je vjerojatno i to, da su dobrim djelom ti autori po struci ekonomisti a ne povjesničari (Gnjatović, Nikolić, Grivčev), pa ne iznenađuje da oni na ovu temu gledaju primarno kroz prizmu ekonomskih interesa. Kod autora poput Fogelquista i Nikolića, koji se pored ekonomskih dotiču i političkih aspekata uvođenja zlatnog dinara, pak se javlja problem da oni svoje tvrdnje ne potkrepljuju argumentima ili pozivanjem na određene izvore. Ovaj rad će stoga nastojati ukloniti te manjkavosti u postojećoj literaturi te k tome ponuditi nova objašnjenja za zakonsku stabilizaciju u Kraljevini Jugoslaviji. No prije toga ću dati kratak osvrt na zlatni standard kao oblik monetarne politike te njegov razvoj tokom 19. i 20. stoljeća.

2.0 Novčani sustavi i zlatni standard

Ljudi su kroz povijest koristili razne materijale i predmete kao sredstvo razmjene, pri čemu se posebice ističe zlato, koje je još od antičkih vremena našlo svoju primjenu kao sredstvo plaćanja i pohrane vrijednosti. Zlatni standard se najlakše može objasniti kao novčani sustav, u kojem je vrijednost valute određene države vezana uz zlatnu podlogu te valute, tj. uz zlatne rezerve kojima raspolaže središnja banka te države. Pri tome se čitav sustav temeljio na ideji da pokriće valute u plemenitim metalima pridonosi očuvanju stabilnost valute te jačanju cjelokupne ekonomske aktivnosti u državi.

Prvi rašireniji novčani sustav u 19. stoljeću bio je takozvani sustav *paralelnih valuta*, kod kojeg su i zlato i srebro istovremeno u opticaju te predstavljaju dva novčana sustava koji koegzistiraju neovisno jedan o drugom. Budući da je međusoban odnos vrijednosti zlata i srebra bio nedefiniran te podložan oscilacijama, ovaj monetarni sustav se još naziva i *izmjenični standard* jer je vrijednost valute ovisila ili o zlatu ili o srebru, ovisno o tome koji je metal bio precijenjen u danom trenutku (Hayek 1976, 43-45). Međutim, iz ovog kako ga Tomašević naziva "neuređenog i primitivnog novčanog sustava" razvila su se dva novčana sustava, *bimetalizam*, koji se također temelji na zlatu i srebru, ali zakonski definira odnos vrijednosti između ta dva metala te *monometalizam*, tj. zlatni ili srebrni standard, koji koristi samo jedan plemeniti metal kao monetarnu podlogu (Tomašević 1938, 72).⁹

Veliki problem bimetalizma čiji je glavni eksponent bila Francuska, bio je taj, da je bio snažno izložen destabilizirajućem djelovanju špekulacija objašnjenih Greshamovim zakonom.¹⁰ Francuska je pokušala riješiti taj problem u okviru Latinske novčane unije, koju je 1865. osnovala zajedno sa Italijom, Švicarskom i Belgijom (Bryan 2010, 45). Međutim, ubrzo se pokazalo da to nije dovoljno kako bi se zaustavile valutne špekulacije te je 1873. bimetalizam ukinut, što je označilo početak procesa demonetizacije srebra (Tomašević 1938, 76). Monometalizam srebra, tj. srebrni standard pak je vrhunac doživio u nizu europskih država poput Švedske, Danske, Prusije, Rusije i Austrije u prvoj polovici 19. stoljeća (Herrmann, Mayes & Wood 2009, 41-45). No nakon nezaustavljivog prodora zlatnog standarda srebrni standard je 1934. nestao sa svjetske pozornice kada ga je pod pritiskom Sjedinjenih Američkih Država kao posljednja ukinula Kina (Young 1971, 233-234).

Kod zlatnog standarda razlikujemo tri glavne inačice. *Klasični zlatni standard* osmišljen je kao čista zlatna valuta, koja je bila na snazi prije Prvog Svjetskog Rata. Njegove glavne značajke su neograničena konvertibilnost valute u zlato, zlatne kovanice u opticaju te sloboda kovanja zlata (Gallariotti 1995, 21-23). Pri tome je neograničen uvoz i izvoz zlata održavao ravnotežu između ponude i potražnje za zlatom kao monetom te zlatom kao luksuznom robom (League of Nations 1944, 11). Sama konvertibilnost valute u klasičnom zlatnom standardu mogla je u izvanrednim slučajevima biti suspendirana, kao primjerice u Velikoj Britaniji za vrijeme kriza 1847, 1957 i 1866 (Allen 2009, 18). No vlade nisu u pitanje dovodile svoju predanost očuvanju zlatnog pariteta pa je

⁹ Pri tome valja napomenuti da se izvornom obliku, u oba sustava moglo slobodno kovati zlato i srebro u privatne svrhe. Što je značilo da je bilo koji pojedinac uz malu naknadu mogao u državnoj kovnici svoje zlato i srebro pretvoriti u kovanice.

¹⁰ Greshamov zakon objašnjava pojavu u bimetalnim novčanim sustavima da jedna plemenita kovina istisne drugu iz optičaja. Primjerice, u uvjetima slobodnog kovanja novca, ako je monetarna vrijednost zlata i srebra zakonski definirana, a na slobodnom tržištu u inozemstvu srebro izgubi na vrijednosti, isplati se zamijeniti srebrne kovanice za zlatne, u inozemstvu tim zlatom kupiti srebro te ga ponovno u zemlji dati iskovati u srebrne kovanice (Kindleberger 2005, 56-57).

nakon smirivanja krize konvertibilnost uvijek iznova obnovljena (Eichengreen & Flandreau 2005, 146). Druga dva oblika korištena su prije svega u međuratnom razdoblju i to zbog općeg manjka zlata u poslijeratnoj Europi. Naime, obje ove inačice zlatnog standarda omogućuju središnjim bankama puno ekonomičnije korištenje zlatnih rezervi (Kemmerer, 1975). Takozvani zlatni standard *na bazi zlatnih poluga*, još poznat i pod nazivom *bogataški zlatni standard*, karakteriziralo je skladištenje zlatnih rezervi u središnjim bankama, te ukidanje slobode kovanja zlatnih kovanica (Dvornik 1971, 35).¹¹ *Zlatno devizni standard* pak je imao neizravno zlatno pokriće valute budući da je središnja banka kao rezerve držala zlatne valute drugih država,¹² što je znatno olakšalo zakonsku stabilizaciju valute.¹³

Za prva dva tipa zlatnog standarda pojam konvertibilnosti igrao je vrlo važnu ulogu, koji je označavao mogućnost zamjene određene valute za zlato ili srebro. Značaj konvertibilnosti raste početkom 19. stoljeća kad su se u opticaj sve više uvodile novčanice, pri čemu je konvertibilnost novčanica služila kao osiguranje imaocu da ih u bilo koje vrijeme može zamijeniti za kovanice (Collins 1985, 24-26). Budući da je srebro s vremenom bilo demonetizirano, pojam konvertibilnosti se u prvom redu odnosio na mogućnost zamijene valute za određenu količinu zlata (Čičin-Šain 1967, 1). Koliko se zlata moglo dobiti za jednu jedinicu određene valute, bilo je pak definirano paritetom dotične valute. Primjerice nakon uvođenja zlatnog standarda u Kraljevini Jugoslaviji vrijednost jednog dinara bila 0,0265 grama zlata (Službene novine 14.05.1931, 691). Kako bi mogle braniti zakonom određeni odnos valute i zlata te poštivati načelo konvertibilnosti, središnje banke su bili dužne držati rezerve koje su u trebale omogućiti da se novac u opticaju prema potrebi može izmijeniti u zlato. No tim rezervama je bilo pokriveno tek oko 40% novca u opticaju, naime, središnje banke u normalnim prilikama nisu dobivale mnogo zahtjeva za izmjenom valute u zlato pa nije bilo potrebe imati sto postotno pokriće (Čičin-Šain 1967, 2).

Kad općenito govorimo o povijesti modernog zlatnog standarda možemo razlikovati tri glavna razdoblja. Prvo se odnosi na predratni period klasičnog zlatnog standarda, drugo razdoblje je obilježila poslijeratna obnova zlatnog standarda u Europi te njegova propast tokom 1930tih, dok treće, kojim se u ovom radu nećemo baviti, obuhvaća period Bretton Woods sustava, koji je bio

11 Razlog zašto ga još zovu bogataški zlatni standard je taj, da se valuta nije mogla više neograničeno mijenjati za zlato, već su se u zlato mogli izmijeniti tek veći iznosi. Time su u praksi samo imućniji ljudi mogli mijenjati novac za zlato (Dvornik 1971, 35).

12 Pri tome vrijedi napomenuti da su držanje deviznih rezervi kao podlogu valute u stvari nije bila velika novost, budući da su i prije Prvog Svjetskog Rata zemlje sa čistim zlatnim standardom imale naviku držati određenu količinu zlatnih deviza. Primjerice 1913. je 15 europskih središnjih banaka ukupno držalo 12% svojih rezervi u zlatnim devizama. Glavna je razlika dakle u raširenosti samog sustava te postotku rezervi koji je držan u zlatnim devizama, pa je primjerice 1928. taj postotak već narastao na 42% (League of Nations 1944, 29).

13 Ovo je bila najjeftinija inačica zlatnog standarda, budući da se zakonsku stabilizaciju valute moglo provesti i sa skromnim zlatnim rezervama. A upravo zato što ga je bilo najlakše uvesti Banka za međunarodna poravnanja je promicala ovaj tip zlatnog standarda kao način da se riješi problem neuravnoteženo raspoređenih zlatnih rezervi nakon Prvog Svjetskog Rata što se može vidjeti u pamfletu kojeg je BIS objavila 1931. (Vissering 1931, 7-10).

dominantan međunarodni sustav sve do Nixonove odluke da dokine zlatnu konvertibilnost dolara 1971.

2.1 Zlatno doba klasičnog zlatnog standarda

Ujedinjeno Kraljevstvo je bilo prva zemlja koja je *de jure* vezalo svoju valutu za zlato 1821, iako je zlatni standard već *de facto* uvela u uporabu tokom 18. stoljeća (Dowd&Timberlake, 5). Prva desetljeća zlatnog standarda obilježila je relativno skromna uloga koju je imao u međunarodnim sustavima plaćanja. Razlog tomu treba tražiti u činjenici da je sve do druge polovice 19. stoljeća većina europskih zemalja još uvijek koristila bimetalizam, poput primjerice Francuske ili srebrni standard poput njemačkih zemalja i Nizozemske (Reti 1998, 37). Odlučujući događaj koji je prevagnuo u korist zlatnog standarda bio je Francusko-Pruski rat 1871, nakon kojeg je Francuska ujedinjenoj Njemačkoj morala isplatiti ratnu odštetu u iznosu od 5 milijardi franaka u zlatu, koji su Berlinu pomogli da uvede zlatni standard pet godina kasnije (Beine 2013, 7). Budući da su time dvije vodeće industrijske sile u Europi uvele zlatne paritete, to je dalo snažan poticaj drugim zemljama da također uvedu zlatni standard (Osterhammel 2014, 734).¹⁴ Pored olakšanja međunarodne razmjene te prestiža koje su države dobivale njegovim uvođenjem, zlatni standard je zemljama periferije olakšalo dolaženje do povoljnih kredita (Bordo, Edelstein & Rockoff 1999, 348). Stoga ga tokom 1870tih počinje uvoditi sve veći broj zemalja pa je već krajem 1880tih zlatni standard bio na snazi u gotovo svim državama u Europi i svijetu (Bordo 2005, 159.).

Time je zlatni standard na prijelazu stoljeća uistinu postao jedan međunarodno rasprostranjeni monetarni sustav, koji je međutim pao kao žrtva Prvog Svjetskog Rata (Eichengreen & Flandreau. 5). Naime, financiranje ratnih napora redovnim budžetskim prihodima nije bilo moguće, pa su vlade jedna za drugom posezale za povećanjem emisije novca, odnosno tiskanjem novčanica. To je u praksi značilo da je središnja banka prema potrebi tiskala sve više novog novca kako bi osigurala vladama sredstva za vođenje rata. Naime, Njemačka je primjerice redovnim proračunskim prihodima uspjela pokriti tek 6% ratnih troškova dok se ostalo financiralo kreditima i tiskanjem novčanica (Šećerov 1936, 55). No u takvim je uvjetima bilo nemoguće održavati zlatni paritete, što je dovelo do toga da su ubrzo nakon izbijanja rata gotovo sve zaraćene države suspendirale konvertibilnost svojih valuta te time "okončale eru klasičnog zlatnog standarda" (Flandreau, Holtfrerich & James, 96).

¹⁴ Dobar primjer za to su skandinavske zemlje, koje su na monetarnoj konferenciji 1872. odlučile uvesti zlatni standard. Iako se Norveška još nekoliko godina odupirala uvođenju te odluke, nakon što se Njemačka opredijelila za zlatno pokriće svoje valute, Norveška više nije imala izbora, budući da su joj sada dva glavna trgovinska partnera (Njemačka i Ujedinjeno Kraljevstvo) usvojili zlatni standard (Eichengreen, Reis & Macedo 2005, 96).

U nešto više od pola stoljeća svojeg postojanja kao međunarodni monetarni sustav, klasični zlatni standard se pokazao vrlo stabilnim, što valja zahvaliti trima glavnim faktorima. Kao prvo, prije Prvog Svjetskog rata, povjerenje građana u to da će vlast pod svaku cijenu braniti zlatni paritet domaće valute, bilo je veoma visoko (Bordo & Kydland 2005, 70-87). Uvođenjem zlatnog standarda, vlade bi si *de facto* vezale ruke u monetarnoj politici, jer više nisu bile u mogućnosti da prema potrebi tiskaju nove kontingente novčanica. Obaveza da se brani zlatni paritet valute u praksi je značila, da je središnja banka nove novčanice mogla pustiti u opticaj samo ako bi došlo do povećanja zlatnih rezervi (Khanna 2005, 807). To povjerenje bilo je ojačano činjenicom da se konvertibilnost unatoč povremenim suspenzijama tokom kriza uvijek obnavljala, pa ljudi nisu imali razloga sumnjati u predanost vlada da brane zlatne paritete svojih valuta (Eichengreen & Flandreau 2005, 146).

Drugi važan faktor, koji je pridonio stabilnosti klasičnog zlatnog standarda bila je međunarodna suradnja. Naime, zemlje koje su uvele zlatni standard imale su zajednički interes da očuvaju stabilnost čitavog sustava, a budući da bi propast zlatnog standarda u jednoj zemlji mogla ugroziti čitavi sustav, bilo je nužno da si međusobno pomažu u uvjetima krize (Bryan 2010, 42). Ova suradnja se u prvom redu odnosila na središnje banke, koje su u kriznim slučajevima jedna drugoj posuđivale zlatne rezerve.¹⁵ Pri tome je najveće zlatne rezerve držala britanska središnja banka (Bank of England) koja je imala ulogu *primus inter pares* u pitanjima međunarodne koordinacije i suradnje budući da je London bio središte predratnog zlatnog standarda (Bordo & Schwartz 2009, 73).¹⁶

Posljednji ključni faktor bili su stabilizirajući tokovi kapitala. Naime, s obzirom da je vladalo veliko povjerenje u to da će vlade pod svaku cijenu braniti paritet svojih valuta, investitori bi u vremenima krize određene valute pripomogli njenom oporavku time što su u nju investirali nadajući se zaradi nakon što se ta valuta oporavi (Bordo 2005, 10). Time se međunarodni kapital u velikim količinama slijevao u središnje banke pogođene krizom, što je kontinuirano ojačavalo stabilnost zlatnog standarda kao međunarodnog monetarnog sustava (Eichengreen 1996, 5).

¹⁵ Ukoliko određena središnja banka dođe pod pritisak primjerice od strane velikog broja građana, koji bi odlučili promijeniti svoje novčanice za zlato, lako može doći do toga, da joj nakon određenog vremena uzmanjka zlatnih rezervi. Posebice ako se uzme u obzir da nije niti bilo moguće sav novac izmijeniti u zlato, budući da je kod većine valuta manje od polovice novca u opticaju bilo pokriveno zlatnim rezervama u središnjoj banci. Ukoliko joj ostale banke ne bi priskočile u pomoć, ta bi središnja banka u konačnici bila primorana obustaviti konverziju valute u zlato te time narušiti povjerenje građana i izazvati paniku. Ta panika bi se potom mogla preliti na ostale zemalja zlatnog standarda, jer bi pad jedne zlatne valute imao za posljedicu sumnju u stabilnost ostalih zlatnih valuta.

¹⁶ Potreba za koordinacijom između središnjih banaka bila je velika, jer su multilateralne akcije takvog tipa bile poprilično rizične. Jedna od metoda kako se moglo pomoći određenoj središnjoj banci bilo je sniženje kamatne stope drugih banaka, kako bi se potaklo investitore da ulažu zlato i kapital u središnju banku koja je u problemima. No da bi takve mjere imale željeni efekt, središnje banke su ih morale uvesti skoro pa simultano, zbog čega je bilo vrlo važno da sa svim tim netko koordinira.

Zaključno još vrijedi napomenuti da iako u ovom razdoblju dominira klasični zlatni standard, on je pred Prvi Svjetski Rat sve više zamjenjivan jednim mješovitim oblikom u kojem su države kao rezerve počele sve više koristiti i zlatne devize (Bordo 2005, 158). Dobar primjer za to su Austro-Ugarska i Rusija koje su već krajem 19. stoljeća primarno koriste zlatne devize kao pokriće za svoje valute (Tomašević 1938, 93-96. No unatoč tome, zlatno-devizni zlatni standard doživjet će svoj vrhunac tek nakon Prvog Svjetskog Rata i to u znatno izmijenjenim okolnostima.

2.2 Obnovljeni zlatni standard i njegovi glavni nedostaci

I dok je Prvi Svjetski Rat milijune ljudi koštao života, velika katastrofa zadesila je i niz europskih valuta, koje su u prvim poslijeratnim godinama strahovito izgubile na vrijednosti što je označilo početak ere monetarne nestabilnosti "koju Europa nije iskusila još od Napoleonovih ratova" (Straumann 2010, 21). Inflacija je diljem Europe koštala stotine tisuća ljudi njihovih ušteđevina te ih dovela na rub siromaštva. To se strahovito odrazilo na povjerenje stanovništva u novac, koje je zbog inflacije uvelike narušeno. Deprecijacija valuta u Francuskoj, Belgiji i Italiji, koje su izgubile preko 60% svoje predratne vrijednosti imale su katastrofalne posljedice za kupovnu moć stanovništva te ujedno oslabile povjerenje u novčanu politiku dotičnih vlada (Šećerov 1936, 58). Stoga je upravo to kontekst unutar kojeg valja tražiti odgovor, zašto je obnova zlatnog standarda imala toliki značaj tokom međuratnog razdoblja (Bernanke 1992, 255).

Prvi impulsi za povratak na zlatni standard došli su sa konferencije u Ženevi 1922., na kojoj je promicana obnova zlatnog standarda i to uz pomoć njegove zlatno-devizne inačice (League of Nations 1944, 27-28).¹⁷ Imajući na umu ograničene količine zlata koje su bile dostupne na tržištu, financijska komisija Ženevske konferencije je predložila da zemlje koriste zlatne devize kao pokriće svojih valuta, kako bi se izbjeglo nadmetanje oko raspoloživih rezervi zlata.¹⁸ Iako preporuke iz Ženeve nisu izravno prihvaćene od strane svih europskih država, one su svejedno imale stanovit utjecaj na daljnji razvoj zlatnog standarda u Europi.¹⁹ Iako su SAD obnovile zlatni standard već 1919. u Europi je to pošlo za rukom tek Ujedinjenom Kraljevstvu 1925., kada je uz pomoć američkih Federalnih Rezervi obnovljen zlatni paritet funte (Eichengreen 2015, 21-22). Značaj koji je to imalo za međuratni zlatni standard ne smije se podcijeniti, naime, za primjerom Velike

17 Međutim, razdoblje nakon 1918. posvjedočilo je i usponu novih ekonomskih paradigmi čiji je najpoznatiji predstavnik J. M. Keynes. Pod njegovim utjecajem koji se brzo širio akademskim krugovima počelo se dovoditi u pitanje korisnost i opravdanost zlatnog standarda. Monetarna politika dospjela je u središte pažnje te se pod utjecajem Keynesa sve više počela shvaćati ne kao cilj već kao sredstvo kod postizanja određenih ciljeva poput smanjenja nezaposlenosti (Eichengreen 1996, 7).

18 Štoviše, zahvaljujući uvođenju zlatno deviznog standarda između 1913 te 1925 iz optičaja je povučeno zlatnih kovanica u vrijednosti preko 2,67 milijarde dolara, što je "bilo više nego dovoljno da kompenzira pad proizvodnje zlata" (League of Nations 1944, 7).

19 Već 1928. europske banke u prosjeku držale preko 42% svojih rezervi u zlatnim devizama, što je značajan porast u usporedbi sa 12% iz predratnog razdoblja (Nurske Bordo, 189-190).

Britanije su se uskoro povele Australija, Mađarska, Švedska te čitav niz drugih zemalja (Privredni Pregled, 3.03.1929, 3). Francuska i Belgija su uspjele stabilizirati svoje valute 1926, a Italija, Poljska i Grčka 1927, čime je zlatni standard gotovo u potpunosti rehabilitiran te na kratko ponovno preuzeo ulogu koju je imao prije 1914 (Eichengreen 1996, 193).

No zlatni standard nakon Prvog Svjetskog Rata bio je tek sjena svog predratnog prethodnika, što su naglašavali i neki onodobni političari poput britanskog parlamentarca Philipa Snowdena, koji je snažno kritizirao povratak Velike Britanije na zlatni standard (Jugoslavenski Lloyd, 15.02.1925, 1). Međuratni zlatni standard obnovljen je pod znatno izmijenjenim uvjetima, naime, nakon 1918. na političku scenu u Europi je stupio niz novih država, dok istovremeno stari kontinent polako počinje gubiti svoj dominantan položaj u svijetu.²⁰ Prvi Svjetski Rat značajno je politički i ekonomski ojačao Sjedinjene Američke Države, koje još za vrijeme rata počele akumulirati znatne zlatne rezerve te su krajem 1920tih zajedno sa Parizom raspolagale sa preko dvije milijarde dolara u zlatu (Vidi Cassel 2017, 10. poglavlje).

Unatoč nastojanju da se zlatno deviznim standardom riješi pitanje manjka zlatnih rezervi, neravnomjerna raspodjela zlata je zajedno sa političkim tenzijama pridonijela padu međunarodne suradnje. Naime, zbog manjka zlata, središnje su banke sustavno dizale kamatne stope kako bi privukle zlato iz inozemstva na uštrb drugih središnjih banaka (Eichengreen 1996 187). Međunarodna suradnje bila je dodatno opterećena pitanjem reparacija i ratnih dugova (Vidi Wandschneider 2008, 153). Naime, u međuraću dolazi do velikog porasta državnog zaduženja što zbog reparacija, koje je Njemačka morala isplatiti pobjednicima, tako i zbog međusavezničkih ratnih dugova koji su ukupno iznosili preko 12 milijardi američkih dolara (Šećerov 1936, 57).²¹ Intrinzičnu nestabilnost sustava prouzrokovanu manjkom međunarodne koordinacije dodatno je pojačala jedna negativna posljedica masovnog korištenja zlatno-deviznog standarda. Naime, u međuratnom razdoblju su jedino SAD i Ujedinjeno Kraljevstvo držali svoje rezerve isključivo u zlatu, dok se velika većina ostalih zemalja oslanjala na rezerve u dolarima i funtama. Budući da je to Velikoj Britaniji omogućilo da održava negativnu platnu bilancu, s vremenom su počele rasti sumnje u sposobnost britanske vlade da održi zlatni paritet funte te time destabiliziralo čitavi sustav (Wandschneider 2008, 156).²²

20 Eichengreen ističe razlike u konceptualnim okvirima kao jedan od glavnih kamenima spoticanja. Radilo se o tome, da su središnje banke država opterećenih inflacijom poput Njemačke i Francuske imale drugačiji pogled na ekspanzivnu monetarnu politiku od primjerice Londona, koji je u zlatnom standardu vidio prepreku postizanja potrebnih razina likvidnosti (Eichengreen 1996, 11).

21 Kako bi održale likvidnost dužničke zemlje su se morale još dodatno zaduživati te je tako došlo do dobro poznatog kretanja kredita prvo iz SADA u Njemačku, koja je taj novac u vidu reparacija predavala Francuskoj i Ujedinjenom Kraljevstvu, koji su pak tim sredstvima plaćali svoje ratne dugove SADu.

22 Središnje banke zemalja zlatno-deviznog sustava mogle su doći do britanske funte ili američkog dolara tek ako bi Velika Britanija ili SAD održavali negativnu bilancu plaćanja, a budući da je Velika Britanija skoro čitavo međuratno vrijeme održavala negativnu platnu bilancu, funte su bile mnogo dostupnije od dolara. To je u konačnici doveo cijeli sustav u opasnost, budući da se paralelno sa

Pored toga, stabilizacijski mehanizam na kojem je počivao klasični zlatni standard uvelike je stavljen van snage zbog politike sterilizacije, koju su uvelike provodile SAD i Francuska (Vidi Meltzer 2010, 727-728). Kako bi spriječile neželjene posljedice velikog priljeva zlata u zemlju, te ga države nisu koristile kao dio monetarnu rezervu, jer bi to prema pravilima zlatnog standarda vodilo k povećanju novca u opticaju te moglo prouzrokovati porast cijena (Kindleberger 2015, 472). Međutim, takva politika je izazvala deflatorski pritisak na dužničke zemlje koje su trpjele odljev zlata, koje su morale vršiti operacije na otvorenom tržištu kako bi odgodile izravne posljedice koje bi gubitak zlatnih rezervi imao za njihove valute (Eichengreen 1996, 206). Međutim, to je posve narušilo automatski stabilizacijski mehanizam, budući da kretanje zlatnih rezervi više nije izravno utjecalo na količinu novca u opticaju (Metzler 2006, 165).

Začetnik teorije hegemonске stabilnosti, Kindleberger argumentira, da je za stabilnost prijeratnog zlatnog standarda odlučujuća bila dominantna uloga Velike Britanije, koja je poput hegemonā koordinirala međunarodnim monetarnim sustavom (Vidi Kindleberger 2015, 304). No nakon 1918. London više nije bio u poziciji da obavlja tu ulogu, dok SAD nisu bile spremne preuzeti tu zadaću na sebe. Stoga za razliku od razdoblja klasičnog zlatnog standarda, u međuraću nije bilo jedne dominantne sile, koja bi upravljao čitavim sustavom te održavala njegovu stabilnost (Reti 1998, 16-17). No ovu tvrdnju valja uzeti sa oprezom, budući da bi se jednako tako moglo argumentirati da je već predratni sustav zlatnog standarda bio multipolaran, sa Londonom, Parizom i Berlinom kao glavnim centrima, pri čemu je u trenucima krize 1890. i 1907. inače dominantan London ovisio o pomoći iz inozemstva (Eichengreen 1996, 5-8).

No pored svih tih vanjskopolitičkih aspekata ne smije se zaboraviti da je Prvi Svjetski Rat prouzročio i značajne promjene na unutarnjopolitičkom planu. Jačanje sindikata, širenje glasačkog prava te prodor novih ekonomskih doktrina ojačali su interes za intervencionističku politiku, pri čemu je borba protiv nezaposlenosti i nejednakosti dobila veći prioritet od očuvanje konvertibilnosti i zlatnog pariteta valute (Ravenhill 2014, 177). Štoviše, odustajanje od inzistiranja na stabilnom tečaju valute omogućavalo je vladama da izbjegnu provođenje deflatorne politike kojoj su se izrazito protivile ljevičarske političke stranke, dok su zlatnom standardu leđa okrenule i brojne stranke desnog centra (Vidi Wandschneider 2008, 156-59).

Time monetarna politika gubi svoj dotad povlašteni položaj, što je dovelo do pada kredibiliteta monetarne politike u očima investitora, koji više nisu mogli biti sigurni u potpunu predanost vlada

povećanjem rezervi u funtama u inozemstvu povećavao se i omjer funte u opticaju prema zlatnim rezervama u Bank of England, odnosno pokriće funte je bivalo sve manje, što je izazvalo sumnje investitora u sposobnost Londona da održi konvertibilnost funte (Eichengreen 1996, 202.).

očuvanju zlatnog pariteta svojih valuta. (Eichengreen 1996, 286). To je za posljedicu imalo destabilizirajuće tokove kapitala koji su dodatno ojačali nestabilnost međuratnog zlatnog standarda. Za razliku od predratnog razdoblja kad bi pad vrijednosti određene valute prouzročilo masovne investicije u nju, nakon 1918. to bi samo pojačalo bijeg iz te valute (Bordo 2005, 424).

2.3 Kolaps međuratnog zlatnog standarda

Intrinzična nestabilnost međuratnog zlatnog standarda pokazala je svoje negativne posljedice već 1928. kada je uslijed zakonske stabilizacije francuskog franka došlo do nagle i snažne akumulacije zlata u Francuskoj, što je u prvom redu pogodilo englesku središnju banku (Moure 2002, 189-190). No kriza britanske funte otklonjena je sporazumom SADA, Francuske, Njemačke i Ujedinjenog Kraljevstva, temeljem kojeg je američki FED smanjio kamatnu stopu i time potaknuo priljev kapitala u Ujedinjeno Kraljevstvo (Eichengreen 2016, 46.-49). No to će imati dalekosežne posljedice za sudbinu zlatnog standarda. Naime, sniženje kamatne stope u SADu pospješilo je rast spekulativnog mjehura na Wall Streetu pa je u nastojanju da ga obuzda, FED ponovno povišio kamatnu stopu i prouzročio nestašicu kredita u Europi (Eichengreen 1996, 217). Istovremeno je nastavljeno premještanja zlata u korist SADA i Francuske te su 1931. te dvije države zajedno raspolagale sa preko 60% ukupnih zlatnih rezervi na svijetu (Roselli 2014, 91-92).

Kao posljedica toga smanjene su raspoložive zlatne rezerve u ostatku svijeta što će potaknuti rast nepovjerenja u sposobnost središnjih banaka dužničkih zemalja da dugoročno brane paritete svojih valuta i pokrenuti mehanizam, koji će 1931. baciti čitav međunarodni monetarni sustav na koljena. Pritom je kontrakcija kredita prouzrokovana restriktivnom politikom FEDa utjecala je na povlačenje kapitala iz središnje i istočne Europe, pa su središnje banke pogođenih država nastojale privući strani kapital višim kamatnim stopama, što pak je uzrokovalo manjak likvidnosti, ugrozilo stabilnost bankarskog sustava te pripremilo teren za nadolazeću krizu (Eichengreen 1996, 262). Klupko se počelo odmotavati u svibnju 1930. kada je najveća austrijska štedionica, Credit-Anstalt, usred velikih gubitaka kapitala bila prisiljena zatražiti pomoć države (Moure 2002, 193). Iako su se austrijska vlada i središnja banka stavile na raspolaganje banci, to nije umirilo ulagače i štediše koji su počeli sumnjati i u likvidnost ostalih velikih austrijskih banaka (Bernanke 1992, 255). Na to su se zatim nadovezale sumnje u stabilnost austrijskog šilinga te je austrijska vlada bila prisiljena zatražiti pomoć iz inozemstva (Moure 2002, 195). Međunarodnu koordinaciju oko pružanja pomoći Austriji dodatno je otežalo francusko protivljenje carinskoj uniji između Austrije i Njemačke, pa se kriza ubrzo proširila i na susjednu Njemačku (Vidi Dowd & Timberlake 1998, 153).

Upravo u ovom trenutku na scenu stupa Kraljevina Jugoslavija, koja u svibnja 1931. proglašava takozvani *Zakon o novcu*, kojim je jugoslavenski dinar zakonski stabiliziran (Vidi Službene Novine, 14.05.1931). Njime je u Jugoslaviji uveden jedan mješoviti tip zlatnog standarda koji se djelomično oslanjao na zlatno-polužni a djelomično na devizno-zlatni princip budući da je zakonom propisano da je jugoslavenska Narodna banka dužna održavati zlatne rezerve koje su jednim dijelom mogle biti sastavljene od zlatnih deviza, dok je konverzija dinara u zlato bila je moguća samo za iznose veće od 250 000 dinara (Službene Novine, 14.05.1931, 691). Nažalost po Kraljevinu Jugoslaviju trenutak zakonske stabilizacije bio je vrlo loš te je Kraljevina Jugoslavija u listopadu iste godine obustavila konvertibilnost dinara i ponovno uvela restrikcije u prometu deviza.

Ta kratka epizoda odvijala se paralelno sa rastućim pritiskom na Ujedinjeno Kraljevstvo koji su prouzročile teške prilike u Njemačkoj. Nakon pada njemačke Danat banke u srpnju 1931. situacija se dodatno pogoršala, jer je suspenzija zlatnog standarda u središnjoj Europi povećala nepovjerenje ulagača pa je u naredna dva mjeseca iz Londona povučeno više od 200 milijuna dolara (Oliver 1996, 21). U uvjetima suzdržane pomoći Francuske i SADA te budući da povišenje poreza i ostale restriktivne mjere zbog unutarnjopolitičkog otpora nisu dolazile u obzir, Ujedinjeno Kraljevstvo je bilo prisiljeno suspendirati konvertibilnost funte 19. rujna 1931 što je zapečatilo sudbinu međuratnog zlatnog standarda (Eichengreen 1996, 285).

3.0 Ekonomska prilike u Kraljevini Jugoslaviji do 1931.

U monetarnoj politici Jugoslavije nakon Prvog Svjetskog Rata vidljive su dvije glavne tendencije. Prva se tiče uloge Narodne banke, koja je u početku primarno shvaćana kao kreditna ustanova, potom postupno dobivala na utjecaju te u konačnici 1931. preuzela jurisdikciju nad monetarnom politikom (Vidi Narodna banka, 202). Druga tendencija se odnosi na stabilnost dinara, u čijoj vrijednosti nakon *de facto* stabilizacije sredinom 1920tih nije bilo velikih fluktuacija sve do početka Drugog Svjetskog Rata (Vidi Grivčev 1986, 51; Gnjatović 2006, 36). Jedan od glavnih razloga za to bio je veliki značaj koji se pridavao stabilnosti dinara, koji je bio prvorazredno političko pitanje te tokom čitavog ovog razdoblja jedan od glavnih prioriteta ministarstva financija, za čiji je stav simptomatična izjava da "neće žaliti ništa u održanju (...) kursa dinara" (Privredni Pregled, 20.07.1930, 1).

Na temelju prethodnog poglavlja može se zaključiti da je s obzirom na zlatni standard poslijeratna Europa u međuratnom razdoblju do 1931. proživjela tri etape. Prva obuhvaća prve godine nakon svršetka rata, obnovu i inflacije ranih 20tih. Druga faza je započela konferencijom u Ženevi te polaganom stabilizacijom europskih valuta, koja je kulminirala obnovom međunarodnog

zlatnog standarda 1928. Treća faza pak obuhvaća niz problema sa kojima je zlatni standard kao međunarodni monetarni sustav bio suočen te njegov neizbježan kraj. Što se periodizacije jugoslavenske monetarne povijesti ovog razdoblja tiče, glavni događaji u Kraljevini Jugoslaviji slijedili su ponešto drugačije vremenske odrednice.

Prva faza poslijeratne monetarne politike obuhvaća razdoblje monetarne unifikacije na teritoriji Kraljevine Jugoslavije i poteškoće vezane uz obnovu zemlje, koje su na dinar utjecale kroz niz deprecijacija i kontinuiranu inflaciju. U ovom razdoblju troškovi države financirani su stalnim povećanjem novca u opticaju što se odrazilo na razvoj ekonomske aktivnosti. Budući da je dinar kontinuirano gubio na vrijednosti ljudi su podizali kredite usprkos visokim kamatama, očekujući da će im buduća inflacija omogućiti da ih jeftino otplate. Nestabilna vrijednost dinara time je odaslala pogrešne signale gospodarskim akterima te nakon *de facto* stabilizacije dinara 1925. uzrokovala dugotrajnu stagnaciju privredne djelatnosti. Stabilizacijom dinara počinje druga faza, koju će obilježiti stabilan dinar te propali pokušaj zakonske stabilizacije 1928. Tokom ovog razdoblja vodit će se brojne debate o sudbini dinara a vlade će jedna za drugom nastojati osigurati stabilizacijski kredit u inozemstvu. No to im neće poći za rukom pa će se zakonska stabilizacija uvijek iznova najavljivati i potom odgađati. Međutim unatoč tim neuspjesima ovo je ključno razdoblje, u kojem pripremljen teren stabilizaciji provedenoj 1931. Proglašenje šestosiječanjske diktature te uspon i pad zlatnog dinara u Kraljevini Jugoslaviji čini treću i posljednju fazu, koja je obuhvaćena ovim radom. Ubrzo nakon uvođenja zlatnog dinara nastupile su prve poteškoće, koje su ubrzo dale naslutiti da od očekivanih pozitivnih efekata zakonske stabilizacije neće biti ništa. Štoviše, čitavo ovo razdoblje bilo je obilježeno borbom za održanje stabilnosti dinara, iako je upravo ta stabilnost trebala biti garantirana samim uvođenjem zlatnog standarda.

3.1 Predratni dinar, te problemi nakon monetarne unifikacije

Da bi se shvatio razvoj dinara u međuratnom razdoblju prvo je potrebno osvrnuti se na predratnu monetarnu politiku Kraljevine Srbije, koja je udarila temelje poslijeratnoj monetarnoj politici Kraljevstva SHS. Pri tome se mogu izdvojiti dva glavna utjecaja, koje je srpsko predratno iskustvo imalo na razvoj poslijeratnog dinara. Kao prvo, Kraljevina Srbija je pružila presedan po pitanju zlatnog standarda, budući da je predratni srpski dinar već bio zakonski definiran u zlatu. Kao drugo, državnost Kraljevine Srbije održala je svoj kontinuitet u Kraljevstvu SHS, što se prije svega vidi na primjeru Narodne banke SHS.

Iako je dinar Kraljevine Srbije zakonom iz 1878. definiran u zlatu, ovdje nije bila riječ o zlatnom standardu klasičnog tipa, već o jednom hibridnom obliku sustava paralelnih valuta (Hinić,

Šajić & Đudević 2010, 11.). Naime, s jedne strane dinar je imao pokriće u zlatu, dok s druge strane od 1885. u opticaju dominiraju dinarske novčanice s pokrićem u srebru. Time je zlatni standard u predratnoj Srbiji *de facto* bio tek „mrtvo slovo na papiru“ (Narodno Blagostanje, 16.05.1931, 309). Kao što je već napomenuto ranije, sustavi paralelnih valuta su intrinzično nestabilni te Srbija po tom pitanju nije bila iznimka te se njen novčani sustav odlikovao nestabilnošću, koja se može pratiti na temelju čestih promjena odredbi o pokriću i emisiji novčanica (Tomašević 1938, 151). No unatoč tome, dinar tijekom Prvog Svjetskog Rata nije pretrpio velik pad svoje vrijednosti i to ponajprije zahvaljujući činjenici da srpska vlada i Narodna banka u izbjeglištvu nisu pribjegle inflatornom financiranju rashoda poput većine europskih država.²³ Štoviše, povećanje optičaja dinara bilo je u potpunosti pokriveno ratnim zajmovima pa se tokom rata pokriće dinara zlatom i devizama povećalo na 87.5% (Gnjatović 1991, 150; Vidi Stojadinović 1963, 223-224, Kršev 2012, 119).

Nakon ujedinjenja jurisdikcija središnje novčane ustanove Kraljevine Srbije proširena je na čitav teritorij Kraljevstva SHS te je jednako kao i novčani zakoni predratne Srbije činila osnovu monetarne politike u prvim godinama nakon rata (Vidi Kršev 2012, 115). Privilegirana narodna banka Kraljevine Srbije je tek 1920. *Zakonom o Narodnoj banci* preimenovana u Narodnu banku Kraljevstva SHS (Službene Novine, 31.01.1920, 1-3). Pri tome je zadržala svoj položaj koji je imala u predratnoj Srbiji kao jedna privatna dioničarska ustanova, kojoj je država dodijelila privilegij izdavanja novčanica (Hinić, Šajić & Đudević 2010, 296).. Vrijedi također naglasiti da su gotovo svi zakoni i pravila, koja su se odnosila na Narodnu banku preuzeti iz Kraljevine Srbije te je položaj Narodna banke prema državi ostao nedefiniran sve do sredine 1920tih godina. To se vidi na primjeru drugog članka *Zakona o Narodnoj banci*, kojim je kao zadatak banke definirano reguliranje novčanog optičaja te "zaštita i jačanje zemaljske valute" (Službene Novine, 31.01.1920, 1). No unatoč tome Narodna banka nije imala gotovo nikakav utjecaj na vođenje monetarne politike, budući da je "intervenirala samo po nalogu i na teret Ministarstva finansija" (Plavšić 1930, 14). Stoga se može zaključiti da Narodna banka u ovom razdoblju nije imala strogo definiran položaj niti vodeću ulogu u kreiranju monetarne politike Kraljevstva SHS.

U ovakvoj situaciji glavnu riječ je vodilo Ministarstvo financija, koje je u prvim godinama nakon rata bilo suočeno sa dva glavna izazova. Prvi je bila monetarna unifikacija, a drugi financiranje velikih proračunskih deficita (Vidi Hinić, Šajić & Đudević 2010, 296).

²³ Naime, to nije uopće bilo moguće. Budući da se Narodna banka tijekom Prvog Svjetskog Rata također nalazila u egzilu nije imala mogućnost financirati ratne troškove putem izdavanja novih novčanica, tim više što je dinar postojao isključivo kao devizna valuta bez vlastitog teritorija. Time se povećanjem kontingenta novca ne bi postiglo ništa osim pada vrijednosti dinara (Vidi Gnjatović 1991, 150).

Monetarna situacija u novoj državi bila je veoma složena te je po završetku rata na području Kraljevine SHS cirkulirao čitav niz valuta.²⁴ Pri tome su najveći problem predstavljale austrougarske krune, koje su zbog inflatornog financiranja ratnih troškova Habsburške države, potkraj rata strahovito izgubile na vrijednosti. Štoviše, nakon završetka rata Austrija i Mađarska su nastavile s inflatornim financiranjem svojih budžetskih troškova, time dodatno obarajući vrijednost i kupovnu moć austrougarskih kruna.²⁵ Stoga je konverzija tih novčanica bila potrebna kako bi se njihova vrijednost zaštitila od štetnog utjecaja iz inozemstva. I dok nitko ne osporava nužnost njihove konverzije u dinare, način na koji je to izvedeno izazvao je kontroverze, koje su se u historiografiji zadržale do danas.

Prvo tumačenje zakonske stabilizacije se temelji na tome da su austrougarske krune nakon rata bile među najgorim valutama u Europi te da je odnos četiri krune za jedan dinar odgovarao realnoj situaciji na tržištu deviza.²⁶ Drugo tumačenje, zastupljeno ponajprije u hrvatskoj literaturi, vidi konverziju kao nepravdu učinjenu bivšim austrougarskim dijelovima nove države, pri čemu je zamjena krunskih novčanica za stanovništvo u bivšim austrougarskim krajevima bila ništa drugo doli dodatnog poreza.²⁷ Međutim bez da dublje zalazim u ovu problematiku, vrijedi napomenuti da je monetarna unifikacija bila tek jedan od problema, koji su utjecali na nagli pad vrijednosti dinara. Dok je zamjena krunskih novčanica povećala opticaj sa 779 milijuna dinara 1919. na 3,4 milijarde dinara 1920. (Gnjatović 1991, 198), te pojačala inflatorni pritisak u čitavoj zemlji, na pad dinara je utjecala i inflacija privatnog kapitala, koji se slijevao u zemlju (Gnjatović 2007, 331). Stanje kontinuirane inflacije bilo je vrlo privlačno za investitore, koji su koristili inflaciju da bi jeftino otplaćivali kredite sa fiksnom nominalnom kamatom. Uz to dinar je bio podložan spekulacijama pa je ministar financija Milan Stojadinović tvrdio da su glavni krivci za pad dinara krijumčari zlata i špekulanti koji su rušili tečaj dinara (Stojadinović 1921, 33).

24 Najveći kontingent novca predstavljale su austrougarske krune čiji se iznos procjenjuje na oko 5.5 milijardi dinara, potom srpski dinar sa 616 milijuna, crnogorski perper 25 milijuna te bugarski levi s oko 50 milijuna. (Vidi Nikolić 2003, 77; Tomašević 1938, 155).

25 Činjenica da su unutar Kraljevine SHS krune imale veću kupovnu moć nego u inozemstvu, je davala poticaj špekulantima i krijumčarima da u inozemstvu jeftino nabavljaju krune te ih potom ilegalno unose u Kraljevinu SHS.

26 Budući da je kruna izgubila velik dio svoje predratne vrijednosti te je trpila kontinuiranu deprecijaciju pod pritiskom koji je dolazio od špekulanata, zamjenom krunskih novčanica za dinare, opticaj se povećao za četiri i pol puta na 3,4 milijarde dinara, što je predstavljalo strahovit udarac za njegovu vrijednost. Time stvara dojam da je konverzija bila velika usluga austrougarskim krajevima Kraljevine SHS, pri čemu su krajevi sa srpskim dinarom ti koji su podnijeli žrtvu uslijed općeg pada vrijednosti dinara (Vidi Gnjatović 1991, Nikolić 2003, 79-82.).

27 Tu se prije svega ističu dva autora. Rudolf Bičanić, koji ističe da su zamjenom krunskih novčanica hrvatski krajevi Kraljevine SHS oštećeni za oko 1,2 milijarde dinara (Bičanić 1938, 43-44) i Jozo Tomašević koji naglašava da bi konverzija bila pravednija da se u obzir uzimala ne samo devizna vrijednost novca već i njegova kupovna moć. Naime u područjima koja su se pretežito još koristila austrougarskom krunom, kruna imala otprilike jednu kupovnu vrijednost kao dinar (Vidi Tomašević 1938, 156).

Na to se još nadovezao problem financiranja državnih rashoda, kojeg je ministarstvo financija rješavalo inflacijskim financiranjem proračunskih rashoda.²⁸ U *Zakonom o Narodnoj banci* iz 1920. u točki 10 "prelaznih naređenja" stajalo je da ministar financija ima pravo od Narodne banke tražiti 500 milijuna dinara kredita zbog izvanrednih potreba proizašlih iz "posla na organizaciji novog Kraljevstva" (Zakon o Narodnoj banci, 26.01.1920, Točka 10 PN). Izmjenama zakona iz 1921. taj iznos je dodatno uvećan na 2 milijarde dinara izvanrednog kredita, kojeg je Narodna banka bila dužna staviti na raspolaganje ministru financija, a kojeg se država obvezala vratiti banci u roku od 10 godina (Zakon o Narodnoj banci, 23.07.1921, Točka 10 PN). Na ovoj osnovi su se do 1922. budžetski rashodi financirali uzimanjem kredita kod Narodne banke, koja je to financirala izdavanjem novih emisija novčanica bez pokrića, koje nisu ulazile u redovan kontingent novčanica Narodne banke (Plavšić 1930, 18). Stoga je dinar uz kraće periode oporavka, kontinuirano gubio na vrijednosti sve do 1922, kada je njegov pad malčice usporen. Dok se 1913. na burzi u Zürichu za sto dinara još moglo dobiti 100 švicarskih franaka, 1919. se za isti iznos dobivalo oko 31 švicarskih franaka, a 1922. tek 7 švicarskih franaka (Nikolić 2003, 70).

Dolazak Milana Stojadinovića na mjesto ministra financija u prosincu 1922. označio je kraj takvih praksi te dolazi do stanovitih promjena u radu ministarstva financija. Kao prvo Stojadinović prekida inflatorno financiranje budžeta, te donosi uravnotežen budžet za 1923 (Nikolić 2003, 94). Paralelno s tim se uvodi restriktivna monetarna politiku u suradnji s Narodnom bankom, koja je nove emisije novca koristila za stvaranje deviznih rezervi, te je primjerice u svrhu očuvanja stabilnosti dinara krajem 1925 na zagrebačkoj i beogradskoj burzi prodala deviza u vrijednosti od oko 400 milijuna dinara (Fogelquist 2011, 579). Međutim, to je prouzrokovalo nestašicu kapitala u zemlji te zbog nastale skupoće kredita zadalo brojne probleme privredi Kraljevine SHS (Belin 1924, 13). No to nije poljuljalo Stojadinovića u njegovoj privrženosti deflatornoj politici, koju je provodio sve do konačne *de facto* stabilizacije dinara 1925 (Fogelquist 2011, 578).

Zahvaljujući ovoj politici dinar je tijekom 1924. postupno jačao, čemu je pridonijela činjenica da je tokom 1923. bio podcijenjen na inozemnim burzama.²⁹ No pri tome se ne smije podcijeniti značaj Stojadinovićevih kontakata u zemlji i inozemstvu, kojima je bio u mogućnosti da zaustavi štetne spekulacije na račun dinara te pridonio poboljšanju njegove vrijednosti (Boarov

28 To je u praksi značilo da su državni izdaci do 1922. u biti plaćani novčanicama koje je Narodna banka u sve većim količinama puštala u opticaj (Vidi Belin 1924, 50; Marković 126,148).

29 Dok je u srpnju 1924. sto dinara vrijedilo 6,40 švicarska franka, na kraju 1924. za njih se već moglo dobiti 7,90 švicarskih franaka, da bi početkom 1925. naglo skočilo na 9,10 švicarskih franaka. Na početku te godine jedna funta je primjerice vrijedila 398 dinara, da bi se u prosincu za nju moglo dobiti "samo" 310 dinara (Jugoslavenski Lloyd, 1.01.1925., 2; 11.01.1925, 1)

1997, 242).³⁰ Međutim, zbog naglog rasta vrijednosti dinara, on je ubrzo postao precijenjena valuta, što je dodatno pogoršalo situaciju u kojoj se nalazilo gospodarstvo Kraljevine SHS. Činjenica da je izvoz patio od preskupog dinara utjecala je i na položaj vlade, koja se oslanjala na izvoz kako bi osigurala devize potrebne za uvoz te intervencije Narodne banke na inozemnim burzama. Nakon rekordne 1924. izvoz je uz manje fluktuacije kontinuirano padao sve do 1931. što je ojačalo potrebu za inozemnim kreditima kao izvorom deviza (Grivčev 1986, 52). No jačanje dinara imalo je pozitivne posljedice prije svega na povjerenje u dinar u inozemstvu što je utjecalo na repatrijaciju domaćeg kapitala, koji je za vrijeme inflacije pobjegao u strane valute (Gnjatović 2007, 332). Međutim, kratkoročno gledano, puno su izraženije bile negativne posljedice koje su jak dinar te restriktivna kreditna politika Narodne banke imali na dužnike u dinarima te gospodarstvo u cijelosti (Fogelquist 2011, 462). U istom razdoblju počinje se javljati ideja da bi se zahvaljujući oporavku dinara moglo pristupiti i njegovoj "valorizaciji u cilju zlatnog pariteta", tj. njegovoj zakonskoj stabilizaciji, pri čemu su stručnjaci upozoravali da ona neće biti provedena "bez bolova i to velikih bolova i šteta" (Jugoslavenski Lloyd, 10.01.1925, 1).³¹

Usprkos uspjesima u borbi s inflacijom, Stojadinovićevu se politiku sve više kritiziralo kao politiku "bez plana i bez određenog gledišta" dok je jačanje dinara tumačeno kao "djelo internacionalne špekulacije" (10.01.1925, 1-2). Budući da je dinar nastavio rasti, vladu i Narodnu banku se pritiskalo da uspore njegov rast, kako to ne bi gospodarstvu nanijelo "preteških i nepopravljivih šteta" te izazvalo da Kraljevinu SHS "zateče sudbina Ikrausa" (10.01.1925, 1).³² Iako je Stojadinović nastavio inzistirati na antiinflacijskoj politici i postupnom jačanju dinara (Jugoslavenski Lloyd, 24.01.1925, 1), zbog sve jačeg pritiska javnosti Ministarstvo financija je u kolovozu 1926. konačno odlučno reagiralo i uz pomoć Narodne banke obustavilo daljnju aprecijaciju dinara (Jugoslavenski Lloyd, 22.08.1926, 1; Privredni Pregled, 6.01.1929, 3). No i nakon *de facto* stabilizacije dinara, politika štednje se nastavila, a Narodna banka i Ministarstvo financija su se uvijek iznova našli na meti javnosti, budući da im se predbacivalo da su skrivili

30 Budući da je bio dobro povezan sa Engleskom trgovačkom bankom u kojoj je niz godina bio na vodećim pozicijama te zahvaljujući svojim kontaktima na burzama, Stojadinović je bio u poziciji da promijeni očekivanja špekulanata. Naime, zbog kontinuiranog slabljenja dinara špekulanti su se kladili na daljnji pad dinara time stvarajući negativan pritisak i dodatno mu umanjujući vrijednost. Međutim, jasno se distancirajući od politike svojih prethodnika te najavljujući snaženje dinara, Stojadinović je povratio povjerenje tržišta u dinar. To je za posljedicu imalo stabilizirajući utjecaj špekulanata koji su počeli ulagati u dinar, očekujući njegovo jačanje, što je zaustavilo daljnji pad dinara (Za više detalja vidi: Boarov 1997, 242)

31 Iako je zakonska stabilizacija shvaćana kao nešto potrebno i neizbježno, svejedno se preispitivalo da li je deflacija jedini put do stabilizacije dinara, te da li postoji neki lakši put koji nebi imao toliko teške posljedice za gospodarstvo.

32 Jugoslavenski Lloyd je u isto vrijeme pisao o situaciji u Velikoj Britaniji gdje rastu kritike na račun zlatnog standarda, koji je prouzrokovao poskupljenje kredita te otežao vraćanje dugova u funtama. Kritizirala se i ovisnost Velike Britanije o SADu, koji je nakon rata sakupio velike zlatne rezerve i sad nastojao da čim veći broj država pređe na zlatni standard kako bi imali financijsku moć nad njima (Jugoslavenski Lloyd, 28.01.1925, 2).

manjak novca u zemlji te pridonijeli propasti niza banaka (Vidi članke uperene protiv politike štednje u Jugoslavenski Lloyd, 10.09.1926, 1-2; 21.09.1926, 2).

Time je došlo vrijeme za promjenu na čelu ministarstva financija te je Stojadinović morao odstupiti s ministarske pozicije. Na njegovo mjesto 1926. dolazi Bogdan Marković, s kojim su se vezivale brojne nade u boljitak gospodarstva i promjenu monetarne politike (29.12.1926, 1).

3.2 Razdoblje stabilnosti i pokušaj zakonske stabilizacije dinara

Dok je Stojadinovićevo vrijeme u Ministarstvu financija obilježila borba sa inflacijom i postupno jačanje dinara, Markovićev mandat je obilježio niz problema od kojih je najakutniji bio sveopći manjak kapitala.³³ Vlada Kraljevine SHS naprosto nije bila u stanju osigurati dovoljno kapitala za nesmetan razvoj privrede, što je vidljivo na primjeru iz 1927., kada joj nije pošlo za rukom osigurati unutrašnji investicijski kredit domaćih banaka (Vidi Jugoslavenski Lloyd, 7.02.1928, 2). Iako je u nekoliko navrata državi uspjelo dobiti kredite u inozemstvu,³⁴ za njih su stalno vođeni teški pregovori te je Kraljevina SHS morala pristajati na razne uvjete kreditora.³⁵ No ovaj problem je u biti bio jedna od posljedica drugih dvaju izazova s kojima je Kraljevina SHS bila suočena. Prvi je bilo pitanje ratnih i predratnih dugova Srbije, a drugi unutarnja politička nestabilnost, koja je zajedno sa odsustvom zakonske stabilizacije dinara budila nepovjerenje potencijalnih inozemnih kreditora.

Poteškoće oko predratnih i ratnih dugova nisu bile izuzetak u poslijeratnoj Europi, tim više ako se uzmu u obzir prepirke oko međusavezničkih ratnih dugova. No unatoč tomu, nerješavanje ovih otvorenih pitanja je uzrokovalo otežan pristup Beograda međunarodnim tržištima kapitala (Vidid Boarov 1997, 244-245; Belin 1924, 15). Iako Ujedinjeno Kraljevstvo u početku nije radilo nikakve probleme, budući da se London sam zalagao za poništenje međusavezničkih dugova, SAD je inzistirao na njihovom plaćanju.³⁶ No usprkos trzavicama ratni dugovi su se pokazali kao manja prepreka od predratnih budući da je Kraljevina SHS potpisala sporazume o uređenju ratnih dugova

33 Iako je krajem 1920tih Jugoslavija uživala period uravnoteženih proračuna te čak ostvarivala proračunske viškove, manjak deviza ostao je akutan problem, unatoč velikom priljevu deviza kroz izvoz i novac što ga je iseljništvo slalo u zemlju. Stoga Nikolić tvrdi da je "dolarska kiša", tj. niz kredita koje je Jugoslavija uspjela dobiti u inozemstvu, bila odlučujuća za održanje stabilnosti dinara, budući da bez tih deviza Narodna banka nebi bila u mogućnosti braniti dinar na burzama.

34 Tu prije svega treba istaknuti Blairov kredit 1922. (45,25 milijuna dolara u dvije tranše), francuski kredit za nabavu vojne opreme iz 1923. (300 milijuna franaka), Seligmanov kredit 1927. (12 milijuna dolara) te švedski kredit 1928. (22 milijuna dolara) (Za vrlo detaljnu analizu tih kredita vidi Tomašević 1932, 124-140).

35 Dobar primjer a to u kakvoj se poziciji Kraljevina SHS tada nalazila pružaju pregovori za zaključenje kredita u Švedskoj, u kojima je ministar financija Subotić isprva tražio 13 milijardi dinara, a potom bio prisiljen smanjiti taj iznos na 5 milijardi dinara. Kada je i taj zahtjev odbijen Subotić je smanjio iznos na jednu milijardu dinara, a budući da mu ni to nisu htjeli dati, molio je da mu se barem podmire troškovi koje je napravio za vrijeme trajanja pregovora (Jugoslavenski Lloyd, 9.11.1928, 2). Nakon što je kredit na kraju napokon dobiven, uvjeti na koje je Kraljevina SHS morala pristati bili su mnogo nepovoljniji nego li je to bio primjerice slučaj kod Mađarske, koja je sa istim kreditorima osigurala povoljnije uvjete (Jugoslavenski Lloyd, 16.11.1928, 3).

36 No iako nije rađen tako veliki pritisak, Bank of England i njen guverner Normann su još 1926 obećali svu pomoć Jugoslaviji oko stabilizacije dinara pod uvjetom da se prije toga uredi pitanje predratnih i ratnih dugova Srbije Velikoj Britaniji (Lloyd, 24.12.1926, 2).

sa SADom 1926. te Velikom Britanijom 1927.³⁷ Međutim prepirke s francuskim vjerovnicima su se otegle te u konačnici prerasle u spor pred Međunarodnim sudom pravde u Haagu, koji je Kraljevstvo SHS 1929. izgubilo (Vidi Privredni Pregled, 21.07.1929, 8).³⁸

No iako se izostanak dogovora sa Francuskom pokazao kao ozbiljna prepreka dobivanju velikog stabilizacijskog i investicijskog kredita u inozemstvu (Vidi Jugoslavenski Lloyd, 14.07.1928, 4), to nipošto nije bio jedini razlog. Dok je Kraljevina SHS na vanjskopolitičkom planu nastojala naći rješenje za pitanje svojih dugova, monetarnu politiku u zemlji obilježio je neuspješan pokušaj da se dinar zakonski stabilizira. Pitanje budućnosti dinara dobilo je na važnosti još krajem 1926. kada su Austrija, Mađarska, Njemačka i Belgija uspostavile zlatno pokriće svojih valuta, koje se u Kraljevini SHS sve više počelo tumačiti kao "najvažnija etapa u uklanjanju privredne krize". Pritom su stručnjaci poput Vlade T. Markovića upozoravali da se unatoč stabilnom dinaru Kraljevina SHS još uvijek nalazi u "nesnosnom valutom provizorijumu, u kome vlada neodređenost", a upravo su ta neodređenost i nesigurnost glavni krivci stagnacije gospodarske djelatnosti u državi (Vlada T. Marković 1925, 4). Stoga su velike nade polagane u što skoriju zakonsku stabilizaciju dinara, za koju se sada smatralo da može biti provedena bez "jačih potresa u našoj narodnoj ekonomiji" (Jugoslavenski Lloyd, 30.10.1926, 1).

Na tragu toga, Narodna je banka iste godine stupila u kontakt sa središnjim bankama Velike Britanije i Francuske, te je *Bank of England* obećala pomoći oko provođenja zakonske stabilizacije (Jugoslavenski Lloyd, 24.12.1926, 2). Međutim, njena provedba još nije bila moguća i to ponajprije zato, što još nije bio razrađen regulatorni okvir stabilizacije te zato što još nije bila donesena odluka, kako da se ta stabilizacija provede. Upravo je to bilo pitanje oko kojeg su se najviše lomila koplja i to prije svega između pobornika stabilizacije na temelju vlastitih sredstava i zagovaratelja stabilizacije uz pomoć kredita iz inozemstva (Vidi Jugoslavenski Lloyd, 14.01.1927, 2).³⁹

U Ministarstvu financija prevladavalo je mišljenje da je za stabilizaciju potreban kredit iz inozemstva, pa je ministar Marković tokom 1928. godine vodio pregovore u Engleskoj kako bi

37 Tim više što je u oba slučaja Kraljevina SHS je prošla vrlo dobro. Kraljevina SHS obvezala se platiti čitav dug SADu u iznosu od 62 580 000 dolara do 1987. godine, a Velikoj Britaniji 32 800 000 funti do 1988, pri čemu su anuiteti bili znatno niži u prvim godinama (Jugoslavenski Lloyd, 12.12.1928, 2).

38 Uzrok trzavica između Francuske i Kraljevine SHS bilo je razilaženje po pitanju kako se predratni srpski dug ima otplatiti. Dok je francuska vlada zahtijevala da se taj dug isplati u protuvrijednosti zlatnih franaka, Beograd je inzistirao da to nije pravedno, budući da je Francuska nakon rata izvela devalvaciju svoje valute, te je takozvani papirnati franak iznosio tek dio svoje predratne vrijednosti (Za detalje o pregovorima s Francuskom vidi Stojadinović 1963, 223-224). Beograd stoga nije vidio ništa sporno u tome da se dugovi isplate po istim uvjetima koje je Francuska nametnula vlastitim državljanima - po nominalnoj vrijednosti u devalviranim papirnatim francima (Privredni Pregled, 24.02.1929, 1). Međutim budući da su financijski krugovi stali na stranu Francuske, još je prije početka samog procesa prevladavalo mišljenje da će Kraljevina SHS taj spor izgubiti (Vidi Jugoslavenski Lloyd, 27.06.1928, 1). Do konačnog dogovora se došlo 5. travnja 1930, kada je sa francuskim vjerovnicima postignut sporazum, kojim je cjelokupni predratni dug Jugoslavije smanjen na 460 milijuna zlatnih franaka s godišnjom ratom od oko 86 milijuna franaka. (Za više detalja o sporazumu vidi Tomašević 1935, 36-39).

39 Za više o pitanju da li je stabilizacija mogla biti provedena bez inozemnog kredita vidi Tomašević 1932, 92-94.

osigurao jedan takav kredit. Već početkom 1928. novine su pisale o atmosferi u Londonu, u čijim se bankarskim krugovima vjerovalo da će Kraljevina SHS ubrzo osigurati stabilizacijski kredit od bankarske kuće Rotschild (Jugoslavenski Lloyd, 10.01.1928, 1).⁴⁰ No bilo je jasno da uvjeti za brzu stabilizaciju nisu bili toliko povoljni, naime, s jedne strane stabilnost dinara na burzama nije bila toliko rezultat sređenih poljoprivrednih i financijskih prilika u Kraljevini SHS koliko intervencija Narodne banke. S druge strane 1927. nisu još vršene nikakve pripreme za stabilizaciju dinara, pa je tek bilo potrebno započeti sa potrebnim predradnjama (Vidi Jugoslavenski Lloyd, 07.02.1928, 2).

Ove spekulacije su dobile svojevrsnu potvrdu u veljači 1928. kada je ministar financija Marković objavio da je sklopljen preliminarni ugovor o investicijskom i stabilizacijskom kreditu sa englesko-američkom grupom banaka predvođenih Rotschildima (Večernja Pošta, 7.02.1928, 1; 11.02.1928, 2).⁴¹ No to je označilo tek početak dugotrajnih pregovora sa tom bankarskom grupom, koji će se otegnuti sve do 1930. Međutim zanimljivo je primijetiti da su novine bile pune hvalospjeva o bankarskoj kući Rotschild i ispravnosti zajma, što daje naslutiti da se velika briga pridavala zadobivanju podrške javnosti (Vidi primjerice Jugoslavenski Lloyd, 4.03.1928). Tome nipošto nisu pomogle izjave Milana Stojadinovića koji je tvrdio, da s obzirom na krizu gospodarstva Kraljevine SHS ne treba žuriti sa stabilizacijom dinara koja se sada planira "pod pritiskom engleskih ili američkih banaka" (Jugoslavenski Lloyd, 4.04.1928, 2). A da se na zaključenje tog kredita posebno negativno gledalo u Hrvatskoj, imao je na svojoj koži prilike osjetiti i sam ministar Marković.⁴²

U proljeće 1928. počeli su intenzivni radovi na stabilizaciji dinara pod vodstvom Ministarstva financija, koje je bilo njen glavni idejni pokretač (Vidi Večernja Pošta, 23.03.1928, 2). Narodna banka pak je po tom pitanju bila dosta rezervirana pa je Markoviću tek nakon poduljih pregovora uspjelo nagovoriti upravni odbor Narodne banke da ga podrži u njegovim planovima (Vidi Jugoslavenski Lloyd, 13.04.1928, 1-2).⁴³ Iako je Marković osigurao i podršku Ministarskog

40 U to istom izvještaju "časnog starca" Čede Mijatovića iz Londona spominje se da su Jugoslavija i bankarska kuća Rotschild u kontakt prvo došli preko Kumaudija 1921. Dobri odnosi održavani su i za vrijeme Stojadinovića, koji se sa njima sastao za vrijeme svog posjeta Churchillu, nakon čega su se počele širiti informacije da će Rotschildi odobriti Kraljevini SHS kredit čim se postigne sporazum oko ratnih dugovanja Srbije Velikoj Britaniji. U njegovom drugom izvještaju Mijatović spekulira da bi se u залог za kredit dale Bosanske šume, i to na temelju podatka da je početkom veljače 1928. član francuskih Rotschilda u pratnji svojih eksperata posjetio Bosnu (Jugoslavenski Lloyd, 9.02.1928, 1).

41 Prva emisija ovog kredita bila je previđena za travanj 1928. kada je Kraljevini SHS trebalo biti stavljeno na raspolaganje 12 milijuna funti. No također je istaknuo da ukoliko prva emisija kredita ne bude realizirana u roku od šest mjeseci, cijeli ugovor propada (Jugoslavenski Lloyd, 10.02.1928, 1).

42 Na konferenciji sa hrvatskim gospodarstvenicima početkom travnja, ministar je nastojao predstaviti ovaj kredit u čim povoljnijem svjetlu, no morao se suočiti sa velikim nezadovoljstvom većine prisutnih, koji su mu spočitavali da je ugovor o zajmu s Rotschildom sklopljen bez da se Hrvate išta pitalo te da se dobiveni novci ionako neće investirati nigdje u Hrvatskoj (Jugoslavenski Lloyd, 11.04.1928, 3-4; Večernja Pošta, 10.04.1928, 2).

43 Pri tome je Ministarstvo financija na sebe preuzelo svu odgovornost za stabilizaciju dinara te je zadržalo isključivo pravo da odabere točan trenutak stabilizacije te visinu na kojoj će se dinar stabilizirati. Nažalost novine ne donose detalje oko spornih točaka u

savjeta u vezi s nacrtom *Zakona o stabilizaciji dinara*, uskoro je postalo jasno da će biti vrlo teško u kratkom roku zadovoljiti uvjete koje je Rotschildova grupa postavila Kraljevini SHS.⁴⁴ Tu je prije svega bila riječ o inzistiranju na tome da Jugoslavija riješi sva otvorena pitanja sa svojim kreditorima što je dalo vjetar u leđa zahtjevima francuskih vjerovnika. Podjednako težak bio je i zahtjev da Jugoslavija ratificira takozvane Nettunske konvencije, koje su bile vrlo kontroverzne u domaćoj, prije svega hrvatskoj javnosti.⁴⁵ Stoga ne čudi da je nezadovoljstvo u Hrvatskoj oko sklapanja ovog kredita raslo, pa je i sam Stjepan Radić dao nekoliko izjava o planiranom kreditu, koje je tisak nazvao "skandaloznim".⁴⁶ Stabilizaciju dinara prozvao je protuustavnim "bankokratsko-kapitalističkim zahtjevom", kojim bi dinar bio potpuno ovisnim o vjerovnicima, a Kraljevstvo SHS postalo "kolonija prvih američkih i engleskih milijardera" (Večernja Pošta, 3.05.1928, 1).

I dok je na unutarnjopolitičkom planu opozicija zaključenju stabilizacijskog kredita rasla, došlo je do novih komplikacija u pregovorima sa Rotschildima, koji su smanjili prvobitnu ponudu od 50 milijuna funti te je ministar Marković bio prisiljen početkom svibnja otputovati u London da bi pokušao sa Rotschildovom grupom zaključiti kredit od 12 milijuna funti (Jugoslavenski Lloyd, 9.05.1928, 2).⁴⁷ Budući da je Narodna banka stala uz ministra Markovića te poslala svog generalnog direktora Novakovića u London da se pridruži pregovorima, očekivalo se da će uskoro pregovori biti privedeni kraju te da će *Zakon o stabilizaciji dinara* uskoro biti službeno predložen Skupštini (Jugoslavenski Lloyd, 24.05.1928, 2). No u medijima se već mijenjao diskurs te su počele kružiti informacije da na kraju uopće još nije sigurno da li će Kraljevstvo SHS dobiti zajam ili ne, odnosno da je pretjerana euforija s početka godine bila neopravdana te u službi učvršćenja Vukičevićeve

vezi kojih su vođeni dulji pregovori no do dogovora je došlo tek nakon što je Marković prihvatio zahtjeve Narodne banke (Večernja Pošta, 12.04.1928, 2).

44 Sam tekst Zakona o novcu sastavljen je na srpskohrvatskom i francuskom jeziku te ga je Marković dao na uvid bankarskoj kući Rotschild (Jugoslavenski Lloyd, 14.04.1928, 1), koja je taj tekst proučila te postavila nekoliko uvjeta za dobivanje kredita. Ti uvjeti su između ostalog uključivali: rješavanje letećih dugova države, uređenje dugova gospodarstvenika za obnovu trgovine, pregled radova za gradnju željeznice etc. (Jugoslavenski Lloyd, 05.06.1928).

45 Nettunske konvencije sklopljene su između Kraljevine SHS i Kraljevine Italije u Nettunu 20.07.1925. te su njima regulirana otvorena pitanja, koja su ostala nakon sklapanja Sanmargeritska konvencije (1922.) i Rimskih ugovora (1924.). Budući da se njima išlo u korist Italije, javnost im se oštro protivila pa su ratificirane tek u krnjoj Narodnoj skupštini tek 13.08.1928 (Vidi Matković 2003, 171). Iako je premijer Vukičević nastojao nagovoriti Stjepana Radića da podrži konvencije, to mu nije pošlo za rukom (Jugoslavenski Lloyd, 14.04.1928, 2), dok se istovremeno još u talijanskim medijima vodila kampanja protiv sklapanja stabilizacijskog Kraljevine SHS (Jugoslavenski Lloyd, 03.05.1928).

46 Radić je prozvao vladu da će većinu zajma potrošiti na željeznicu Beograd – Kotar, što je čista vojna investicija, koja neće biti od velike koristi za gospodarstvo. Za više o ovoj temi vidi Večernja Pošta, 3.05.1928, 1. Nadalje, Radić je predbacivao vladi zašto se o kreditu pregovara u Londonu kad bi se puno povoljniji uvjeti kreditiranja mogli dobiti u Čehoslovačkoj (Vidi Večernja Pošta, 24.05.1928, 2) ili Francuskoj (Večernja Pošta, 28.05.1928, 1).

47 Pored toga Marković je u Parizu pokušao postići dogovor sa francuskim vjerovnicima no to mu nije pošlo za rukom.

vlade, kojoj je dobivanje zajma bio jedan od glavnih prioriteta (Jugoslavenski Lloyd, 5.06.1928, 1).⁴⁸

Nakon što je postalo jasno da stabilizacija neće biti provedena tako brzo kako se najavljivalo⁴⁹, pucnjevi u Skupštini 20. lipnja su zajedno sa neizvjesnošću koja je vladala oko zakonske stabilizacije prouzrokovali krizu dinara.⁵⁰ Istovremeno vlada nije odustala od pregovora u inozemstvu, unatoč prigovorima od strane Narodne banke, koja je upozoravala da provođenje zakonske stabilizacije u ovakvim uvjetima više nije oportuno (Jugoslavenski Lloyd, 10.07.1928, 2). Unatoč tome protivljenju, Narodna banka je pristupila reformi svojih statuta, koja je izvedena na izvanrednoj sjednici 7. srpnja 1928. Ovim promjenama Narodna banka je ojačala svoj položaj naspram vlade, budući da je novim statutima zaštićena od možebitnih intervencija vlade i to ukinućem odredbe kojom je vlada preko svog komesara mogla izravno poništiti bilo koju odluku Narodne banke (Jugoslavenski Lloyd, 10.07.1928, 2).⁵¹

Podrška kreditu je u međuvremenu dalje opadala, a filipikama Seljačko-demokratske koalicije pridružio se i Svetozar Pribičević, koji je javno kritizirao teške uvjete za dobivanje kredita te upozoravao da će Vukičevićeva vlada zasigurno taj kredit iskoristiti u "jednakosti i ravnopravnosti svih krajeva, koji će taj zajam u glavnom plaćati" (Narodni Val, 1.05.1928, 2).⁵² Pribičevićeve tvrdnje su imale velikog odjeka u javnosti pa se ministarstvo financija opetovano moralo braniti (Vidi prepisku Markovića i Pribičevića u Večernjoj pošti, 19-20.07.1928). Istovremeno se u Hrvatskoj kritiziralo državne financije, pa je istaknuti ekonomist Šećerov primjerice pisao o "skandaloznom gospodarenju i neredu u financijama" (Jugoslavenski Lloyd, 21.08.1928, 1). Ministarstvo financija je ovu situaciju iskoristilo da opravda zašto još nije potpisan konačan ugovor o zaključenju kredita, naime, po povratku iz inozemstva ministar Marković je izjavio da kredit još nije realiziran ponajprije zbog unutarnjih (ne)prilika u Kraljevini SHS,

48 Sve se to odvijalo paralelno s izjavama koje su dolazile iz vlade prema kojima je "Zajam gotova stvar" te se samo čeka na službeno potpisivanje (Večernja Pošta, 12.06.1928).

49 Novine su fijasko realizacije kredita pripisivale nevoljkosti londonskih finansijskih krugova da pristupe realizaciji zajma prije jeseni 1928 (Jugoslavenski Lloyd, 27.06.1928, 1).

50 Kako bi održala stabilnost valute, Narodna je banka morala intervenirati sa 80 milijuna dinara na domaćim burzama, te je u konačnici uspjela vratiti povjerenje u dinar (Jugoslavenski Lloyd 03.07.1928, 1).

51 Točnije rečeno to je mogao učiniti ministar trgovine i industrije, čijem je ministarstvu do ovih promjena Narodna banka bila podređena. Međutim promjenama statuta ne samo da je ovakva prakse onemogućena već je Narodna banka sada dospjela u resor ministra financija, koji je ionako s njom uže surađivao. (Vidi članak ministra Švrljuge u Privrednom Pregledu, 20.07.1930, 1).

52 Kao jedan od glavnih nedostataka Pribičević je isticao to da će od predviđene milijarde dinara, koja se trebala iskoristiti za stabilizaciju dinara, Narodna banka moći prema uvjetima kredita raspolagati tek sa 18 milijuna dinara godišnje. Pribičević je tvrdio da bi od prvobitno predviđenih 50 milijuna funti kredita u zemlju došlo tek 11 milijuna, tj. oko 3 milijarde dinara, dok bi ostatak novca zbog raznih uvjeta ostao van zemlje ili bio investiran u neproduktivne projekte. To bi pak imalo za posljedicu potrebu povećanja poreza u zemlji, pa bi prema tome nedostaci kredita daleko nadmašili njegove prednosti (Vidi Večernja Pošta, 20.07.1928, 2).

naglašavajući da je njegova realizacija samo odgođena za jesen (Jugoslavenski Lloyd, 20.07.1928, 4; Večernja Pošta, 27.06.1928, 2).⁵³

Nakon sastavljanja nove vlade, Markovićev nasljednik, Niko Subotić nastavio je politiku svog prethodnika te odmah naglasio da je Kraljevina SHS dobila veći broj drugih inozemnih ponuda za zaključenje stabilizacijskog kredita.⁵⁴ No unatoč tim najavama, po pitanju zakonske stabilizacije se do kraja 1929. nije došlo ništa dalje (Vidi Jugoslavenski Lloyd, 9.12.1928, 4). To se promijenilo nakon proglašenja šestosiječanjske diktature kralja Aleksandra koja je označilo ne samo promjenu naziva središnje banke, koja je postala Narodna banka Jugoslavije, već i novu promjenu u ministarstvu financija na čije čelo dolazi zagrebački industrijalac Stanko Švrljuga. Njegovo imenovanje u kraljevsku vladu tumačeno je dobrim vezama koje je imao u bankarskim krugovima, a za koje se očekivalo da će pomoći Jugoslaviji da zaključi kredit sa Rotschildima u Londonu (Privredni Pregled, 13.01.1929, 8). No rad na pripremi zakonske stabilizacije u prvim mjesecima nove vlade sveo se na dotjeravanje zakonske osnove za njeno provođenje pa je sredinom godine sa Narodnom bankom dogovoren konačan tekst Zakona o stabilizaciji (Privredni Pregled, 14.07.1929).⁵⁵

Na glavnoj skupštini Zagrebačke burze početkom 1930. izražen je optimizam po pitanju stabilizacije dinara budući da je Narodna banka krajem 1929. sakupila velike devizne i metalne rezerve od skoro 3 milijardi dinara (Jugoslavenski Lloyd, 29.07.1930).⁵⁶ Stoga je u svom govoru potpredsjednik Zagrebačke burze svečano izjavio da iako se ranije stabilizacija nije mogla provesti bez velikog kredita iz inozemstva, "danas smo ponosni da, što se to veliko djelo može provesti našom vlastitom snagom" (Jugoslavenski Lloyd, 9.04.1930, 2). Iako je dinar ostao stabilan čitavu 1930. valja imati na umu da su pri tome glavnu ulogu imale intervencije Narodne banke, koja je raspolagala sa preko jedne milijarde dinara u deviznim rezervama. No tim akcijama Narodne banke rezerve su na početku 1931. već bile prepolovljene, što je oslabilo poziciju središnje banke i pojačalo potrebu za inozemnim stabilizacijskim kreditom (Nikolić 2003, 111). To je potvrdio i Švrljuga, koje je usprkos najavi da će se zahvaljujući povoljnim uvjetima stabilizacija dinara

53 U novinama se čak moglo pročitati spekulacije da je Puniša Račić pucao u Skupštini upravo s ciljem da omete zaključivanje zajma! (Vidi Jugoslavenski Lloyd, 28.06.1928).

54 Tu je prije svega mislio na kredita od 65 milijuna nizozemskih forinti, koji je Kraljevini SHS ponudila jedna nizozemska banka (Privredni Pregled, 1.01.1929, 8).

55 Budući da je Kraljevina Jugoslavija izgubila spor sa Francuskom u Haagu pitanje uređenja dugovanja Francuskoj bilo je aktualnije od same zakonske stabilizacije. Švrljuga je na jesen 1929. otputovao sa jugoslavenskom delegacijom u Haag, kojoj je pošlo za rukom smanjiti ratni dug Francuskoj za iznos koji je Jugoslavija izgubila u reparacijama prema Youngovom planu (Privredni Pregled, 8.09.1929, 2).

56 Za usporedbu, kod prvog pokušaja stabilizacije dinara iz 1928. rezerve Narodne banke iznosile su samo 800 000 milijuna dinara. Velike rezerve bile su tim više od velikog značaja, budući da je prevladavalo mišljenje da bi Jugoslavija već odavno bila stabilizirala valutu da nije bilo problema sa predratnim i ratnim dugovima, te da velike rezerve kojima Narodna banka raspolaže otklanjaju sve "zapreke za stabilizaciju dinara" (Jugoslavenski Lloyd, 29.07.1930).

provesti u "bliskoj budućnosti", naglasio da je za njenu provedbu prvo potrebno osigurati sredstva u inozemstvu (Privredni Pregled, 20.07.1930, 1).⁵⁷ Do stabilizacije u 1930. na kraju nije došlo zbog nemogućnosti zaključenja inozemnog kredita pa je ona ostala "najaktualniji problem naše privrede" (Jugoslavenski Lloyd, 26.04.1930, 1).

Međutim, iako se još od 1928. po pitanju stabilizacije nije ništa konkretno dogodilo, valja naglasiti da su pripremne radnje za stabilizaciju trajale cijelo ovo vrijeme te je proveden čitav niz financijskih reformi, na kojima je još 1928. inzistirala Rotschildova grupa. To se u prvom redu odnosilo na konsolidaciju letećih dugova države, smanjenje budžetskog deficita te porezno ujednačavanje na prostoru cijele Jugoslavije čime je uređen zakonski okvir pa se moglo agresivnije krenuti u potragu za inozemnim kreditom (_____ 1935, 200).

3.3 Sto dana zlatnog dinara u Kraljevini Jugoslaviji

Budući da je ugovor sa Rotschildovom grupom banaka završio u slijepoj ulici, Jugoslavija je u svibnju 1930. započela pregovore sa francuskim konzorcijem o zaključenju jednog velikog stabilizacijskog kredita (_____ 1935, 200).⁵⁸ Iako su pregovori potrajali skoro pola godine rješavanjem pitanja ratnih i predratnih dugova više ništa nije stajalo na putu zaključenju kredita. Stoga su pregovori u Parizu uspješno privedeni kraju 8. svibnja 1931. kad je Švrljuga potpisao ugovor o zaključenju stabilizacijskog kredita u iznosu od 1,025 milijuna francuskih franaka (1,86 milijardi dinara⁵⁹), rokom otplate od 40 godina i povoljnom kamatom od 7%.⁶⁰ Ugovor je potpisan sa konzorcijem banaka, predvođenih sa *Banque de L'Union Parisienne* te *Credit Lyonnais* i *Societe Generale*.⁶¹ Od ukupnog iznosa kredita, 1,4 milijarde dinara bilo je predviđeno za otplatu dijela duga države kod Narodne banke te za jačanje njene metalne i devizne rezerve, dok je preostalih 400 milijuna dinara trebalo služiti financiranje javnih radova (Narodno Blagostanje, 16.05.1931, 306).

57 Kod provedbe stabilizacije, 1 milijarda dinara duga bi se odmah otplatila dok bi ostatak bio otplaćivan u godišnjim ratama (Jugoslavenski Lloyd, 13.07.1930, 1-2).

58 Od ukupnog predviđenog iznosa od 1,86 milijuna dinara najveći dio kredita trebao je biti plasiran na francuskom tržištu (675 milijuna), dok je ostatak bio plasiran u Švicarskoj (125 milijuna), Nizozemskoj (25 milijuna), Švedskoj (50 milijuna), Čehoslovačkoj (100 milijuna) te u samoj Jugoslaviji (50 milijuna) (Tomašević 1932, 97).

59 Dok većina srpskih izvora donosi vijest o kreditu od 1,84 milijarde dinara, zanimljivo je da primjerice hrvatske novine opetovano izvještavaju o zaključenju kredita od 2,3 milijarde dinara (Hrvatski List, 9.05.1931, 1; 16.05.1931, 1; Jutarnji List, 13.05.1931).

60 Uvjeti su bili povoljniji nego primjerice u Rumunjskoj, koja je za manji zajam pristala na kamatu od 7.5% i na stranu kontrolu načina na koji će se taj kredit potrošiti, te je ovaj kredit bio ukratko rečeno najpovoljniji kredit koji je Francuska nekom dala nakon Prvog Svjetskog rata! Novine su ovako povoljne uvjete dobivanja zajma pripisivale s jedne strane interesima francuske politike te s druge naklonosti predsjednika Banque de L'Union Parisienne, Charlesa Sergenta, prema Jugoslaviji (Vidi Narodno Blagostanje, 16.05.1931, 305).

61 Gotovo sve srednje i velike francuske banke su sudjelovale u ovom kreditu uključujući: Comptoir d'Escopmte, Banque Nationale de Credit, Credit Industriel, maison Lazard Freres, Credit Mobilier et Credit Commercial de France. Od velikih banaka koje nisu sudjelovale ističu se Banque du Paris et de Pays Bas i Banque Ottomane, pri čemu se Banque Ottomane povukla zato jer što Jugoslavija još nije bila regulirala svoj dug prema Turskoj. To pokazuje koliko je važnost za dobivanje ovakvog zajma imalo rješavanje pitanja predratnih dugova Francuskoj (Za više detalja o uvjetima zajma vidi Narodno Blagostanje, 16.05.1931, 305-306).

Tri dana kasnije, 11. svibnja 1931. proglašen je i *Zakon o novcu Kraljevine Jugoslavije*, kojim je utvrđeno da će zlatni standard stupiti na snagu 28. lipnja 1931.⁶² Ovim zakonom vrijednost dinara bila je 26.5 miligrama čistog zlata, a Narodna banka je na sebe preuzela obavezu neograničene zamjene dinara u zlato (zlatne poluge ili zlatne devize) za iznose iznad 250 000 dinara. Jedna od važnijih odredbi *Zakona o novcu*, bilo je i ukidanje deviznog pravilnika, čime je osiguran slobodan izvoz zlata i deviza iz zemlje, te pojednostavljen postupak kupnje i prodaje deviza.⁶³ Rezerve koje je Narodna banka morala držati, iznosile su najmanje 35% ukupnog novca u cirkulaciji, od čega je 25% rezervi moralo biti u zlatu dok je preostalih 75% moglo biti u zlatnim devizama (Službene Novine, 14.05.1931, 691).⁶⁴

Istim zakonom su na snagu stupile i nove proširene ovlasti Narodne banke, koja je ovim izmjenama po prvi puta u svojoj povijesti definirana kao javna ustanova u službi države.⁶⁵ Ona je na sebe preuzela upravljanje monetarnom politikom države, no to nije značilo da su vlada i kralj bili lišeni svakog utjecaja na sudbinu dinara. Štoviše ministarstvo financije je i dalje zadržalo inicijativu po pitanju monetarne politike (Tomašević 1938, 102). Zahvaljujući redefiniranju njene uloge, utjecaj Narodne banke je umnogome porastao te je ona primjerice dobila važnu savjetodavnu ulogu kod budućih zaključivanja kredita (_____ 1935, 202). Međutim, iako se očekivalo da će zakonska stabilizacije olakšati kreditiranje gospodarstva od strane Narodne banke, uvođenjem zlatnog pariteta povećana je ovisnost novčanog opticaja dinara o njenim rezervama, što je znatno ograničilo sposobnost kreditiranja Narodne Banke. Tim više što je ovom novom ulogom, kreditiranje postalo samo sporedna djelatnost banke (Za sve detalje o izmjenama statuta banke te njenim ovlastima vidi _____ 1935, 204-210).

Uvođenje zlatnog dinara pozdravljeno je od niza ekonomskih stručnjaka te vodećih ljudi jugoslavenske privrede, a uvjeti stabilizacijskog kredita su prikazivani "kao veliki uspjeh Kraljevske vlade". Stabilizacija je prikazivana kao posljednja etapa valute reforme, kojom je država konačno zakonski uredila svoju valutu te pomoću zajma isplatila veći dio duga Narodnoj banci (Jutarnji List, 14.05.1931, 2). Zanimljivo je da se nije kritiziralo to što je dinar stabiliziran u uvjetima svjetske krize, već je činjenica da je Jugoslaviji uopće pošlo za rukom dobiti takav zajam viđena kao "a priori znak uspjeha" (Hrvatski List, 12.05.1931, 3). Išlo se čak tako daleko da se stabilizacija opisivala kao "krštenje dinara" kojim je Kraljevina Jugoslavija konačno ušla u

62 Razlog zašto zlatni standard nije odmah stupio na snagu bio je to što je ugovorom u Parizu dogovoreno da će Jugoslavija novac dobiti tek 28. lipnja nakon što banke izvrše upis tog kredita na burzama (Narodno Blagostanje, 23.05.1931, 323).

63 Za više informacija o utjecaju Zakona o novcu na tržište deviza vidi Narodna banka, 201.

64 Na dan stupanja na snagu Zakona o novcu, ukupne rezerve Narodne banke iznosile su 2,291 milijarde dinara, te su pokrivale 41,1% ukupnog opticaja dinara (_____ 1935, 204).

65 Do tada je Narodna banka bila definirana kao „privatopravna ustanova domaćeg kapitala“ koja je kao takva spadala pod nadležnost Ministarstva trgovine i Industrije (Plavšić 1930, 11).

međunarodnu financijsku zajednicu u kojoj je "naš potpis (...) kao i svi drugi potpisi" (Hrvatski List, 13.05.1931, 5).

No od zakonske stabilizacije se prije svega očekivalo da olakša pristup novim kreditima u inozemstvu (Hrvatski List, 13.05.1931, 5). U vezi s tim je i sam Švrljuga pobudio velika očekivanja time što je još 1930. tvrdio da "izvođenjem ove reforme [zakonske stabilizacije] možemo očekivati početak perioda velikoga blagostanja u svima granama privrednog života Jugoslavije" (Privredni Pregled, 20.07.1930, 1). Međutim, od sredine 1931. Kraljevina Jugoslavija je počela sve jače osjećati utjecaj svjetske gospodarske krize, koja se kroz sveopći pad cijena agrarnih proizvoda prije svega odrazila na jugoslavensku bilancu plaćanja (Vidi Kolar-Dimitrijević 2009, 154-55). Budući da zbog problema u bilanci plaćanja te smanjenja u priljevu iseljeničkih doznaka, dolazi do nestašice deviza, Narodna banka je bila prisiljena koristiti svoje devizne rezerve, koje su se od srpnja do rujna smanjile za 350 milijuna dinara (Nikolić 2003, 117-119). Negativni utjecaji prelili su se i na tržište kapitala, pri čemu još od kraja 1930. postepeno dolazi do sve većeg bijega kapitala iz zemlje.⁶⁶ Stoga su umjesto obećanog blagostanja, prvi tjedni nakon stabilizacije donijeli restrikciju kredita u zemlji, izazvanog povlačenjem stranog kapitala. Narodna banka je pokušala zaustaviti bijeg kapitala konvencionalnim sredstvima poput povećanja kamatne stope sa 5.5% na 9%, no to nije polučilo velike rezultate budući da su u to vrijeme i ostale europske središnje banke koristile istu taktiku (_____ 1935, 222).

Unatoč tome, što je cijelo ovo vrijeme dinar ostao stabilan, povjerenje u jugoslavensku valutu poljuljano je proglašenjem Hooverovog moratorija na njemačke reparacije budući da se znalo da prihod od njemačkih reparacija čini važnu stavku u jugoslavenskom proračunu (Toniolo & Clement 2005, 99).⁶⁷ Sljedeći veliki udarac izazvala je odluka Velike Britanije da ukine zlatni standard 21. rujna 1931, koja je poljuljala povjerenje u valute na svjetskoj razini te su u uvjetima krize bankarskih sustava u susjednoj Mađarskoj i Njemačkoj počele špekulacije o stabilnosti jugoslavenskog bankarstva. Prvi znaci ozbiljnog problema pojavili su se u srpnju 1931. u Vojvodini gdje je došlo do navale štediša na banke, a kriza se ubrzo proširila i na ostale dijelove države pa u rujnu dolazi do sličnog scenarija u Zagrebu, Beogradu i Ljubljani. Ukupan iznos kapitala koji je povučen iz banaka iznosio je oko 2,1 milijarde dinara što je predstavljalo 15% ukupnog iznosa štednje u državi (_____ 1935, 223).

66 Povlačenje kapitala bilo je izraženije na području Slovenije i Hrvatske budući da su tamošnje banke i kreditni instituti bili bolje povezani sa srednjeeuropskim financijskim centrima poput Beča, Budimpešte i Praga. Nakon sloma Kreditanstalta iz Kraljevine Jugoslavije je u nekoliko mjeseci izašlo preko 300 milijuna dinara, što je prisililo domaće banke i kreditne zavode da počinju povlačiti novce od svojih dužnika u zemlji, što je dodatno pogoršalo ukupnu situaciju u jugoslavenskoj privredi (_____ 1935, 221).

67 Hooverov moratorij predložen je 20.06.1931 od strane američkog predsjednika te je trebao trajati godinu dana počevši sa 1.07.1931. (Vidi _____ 1932, 18).

S obzirom na manjak deviza i opadanje rezervi Narodne banke ministarstvo financija je u konačnici obnovilo ograničenja u prometu deviza 7. listopada 1931. kako bi se spriječio njihov odljev u inozemstvo (Vidi Službene Novine, 13.10.1931, 1409-1411). To je u konačnici urodilo plodom, budući da se ovim pravilnikom reguliran i otkup deviza od strane Narodne Banke što je osiguralo priljev deviza (_____ 1938, 229). Zahvaljujući tome dinar je unatoč deprecijaciji spram švicarskog franka uspio prebroditi krizu te je 1932. njegova vrijednost na svjetskim burzama ponovno stabilizirana (Hinić, Stojić, Đurđević 2010, 298). No to nije značilo da je nastupio kraj problemima jugoslavenske privrede, jer je zbog općeg smanjenja izvoza, količina dostupnih deviza još uvijek bila nedostatna da se namire sve potrebe uvoza, pa je početkom 1932. Jugoslavija bila prisiljena sklopiti prvi od svojih klirinških ugovora (_____ 1935, 226). No to je već jedna druga tema, koja izlazi iz okvira ovog rada. Ostaje dakle samo zaključiti da je uvođenje deviznih ograničenja u listopadu označilo *de facto* kraj zlatnog standarda u Jugoslaviji, budući da je van snage stavljen slobodni promet deviza, koji je bio jedan od glavnih stupova zakonske stabilizacije.

4.0 Zašto se pristupilo zakonskoj stabilizaciji dinara?

Pregled razvoja monetarne politike u Kraljevini Jugoslaviji iz prethodnog poglavlja sam po sebi ne nudi odgovor na pitanje, zašto je dinar na kraju ipak stabiliziran. Nerealno bi bilo tvrditi da kralj i vlada nisu bili informirani o situaciji u inozemstvu, tim više što su stručnjaci poput Stojadinovića pa i same Narodne banke upozoravali da trenutak za stabilizaciju nije pogodan. Ako se uzme u obzir Švrljugino iskustvo te kontakti koje je imao u bankarskim krugovima, nije realno pretpostaviti da se na dvoru i u vladi nije znalo u kakvim se problemima Jugoslavija nalazila sredinom 1931. Stoga, jedno od mogućih odgovora bilo bi, da su vlastodršci unatoč teškim ekonomskim prilikama procijenili da je za državu najbolje stabilizirati dinar iz uvjerenja da će se jedino na taj način dugoročno osigurati njegova stabilnost. Takav tip argumentacije tumači odluke političkih aktera kroz utjecaj određenih ideja, u ovom slučaju, vjere u povoljan utjecaj zlatnog standarda na čitavu ekonomiju. Ovaj **pristup temeljen na utjecaju ideja** ujedno čini jedan od triju glavni tipova argumentacije, koje ću ponuditi u ovom poglavlju.

Slijedeći je **pristup temeljen na utjecaju interesa**, koji naglasak stavlja na pojedince i grupe koji su imali interes za održanjem stabilnosti dinara, odnosno za njegovom zakonskom stabilizacijom. **Prvu interesnu grupu** čine politički interesi inozemnih aktera, koji su putem zakonske stabilizacije dinara mogli proširiti svoj financijski utjecaj u Jugoslaviji. Pri tome prije svega mislim na države poput Velike Britanije, Francuske i Italije, koje su nastojale osigurati da njihove banke sudjeluju u raspisivanju stabilizacijskog kredita Jugoslaviji. Time se odgađanje

zakonske stabilizacije do 1931. može tumačiti kao posljedica zakulisnih političkih igara u inozemstvu.

Druga interesna grupa obuhvaća gospodarske tj. ekonomske interese gospodarstvenika i bankara, koji su od aprecijacije dinara te zakonske stabilizacije imali niz koristi. Stabilna valuta omogućuje tvrtkama da snažnije investiraju te smanjuje potrebu da se ostavljaju velike rezerve za slučaj inflacije ili devalvacije. Nadalje, zlatni standard također olakšava poslovanje sa inozemstvom, budući da sprječava opasnost od gubitaka nastalih zbog promjenjivih tečajeva. Za bankare i ostale novčane institucije, koje su imale velike rezerve u dinarima, zakonska stabilizacija bi uklonila stalnu opasnost od gubitka kapitala kroz inflaciju, podigla vrijednost njihovog kapitala u dinarima te povećala prinose od kamata. No pored tih općih interesa bankarskih i gospodarstveničkih krugova, posebnu pažnju treba pridati dioničarima Narodne banke, koje su mnogi optuživali da su se uvođenjem zlatnog standarda obogatili. Stoga će se ovo poglavlje u prvom redu posvetiti kontroverzi oko dioničara Narodne banke.

Treću interesnu grupu čine kralj i vlada, koji su trebali krupne političke uspjehe, kako bi popravili reputaciju šestosiječanjskog režima. Ako se u obzir uzmu događaji koji su prethodili ukidanju ustavnog stanja u Jugoslaviji, prije svega teška politička kriza, razumljivo je da je za opravdanje političkog projekta Jugoslavije nakon godina stagnacije i deflacije bilo potrebno ponuditi javnosti nadu u bolje sutra. U tom kontekstu bolje se može razumjeti zašto su nakon zaključenja kredita novine bile pune hvalospjeva vladi i kralju, kojima je pošlo za rukom osigurati tako povoljan kredit, koji će otvoriti vrata gospodarskom oporavku. Time bi se ujedno i moglo objasniti zašto se unatoč pogoršanju ekonomskih prilika od stabilizacije nije odustalo. Budući da je ona bila najavljivana i obećavana još od 1928. te ju se prikazivalo kao lijek za ekonomske poteškoće, odustajanje od nje bi samo poljuljalo povjerenje u vlast.

No ni interesima se ne može objasniti zašto je vladajućima pošlo za rukom, 1931. provesti stabilizaciju pomoću inozemnog kredita, koji je tri godine ranije dočekan na nož od domaće javnosti. Mogući odgovor nam nudi **pristup temeljen na utjecaju institucija**. Njime bi se zakonska stabilizacija mogla objasniti kroz strukturu međunarodnog tržišta kapitala u međuratnom razdoblju te na ulogu Banke za međunarodna poravnanja. Naime, kao što se moglo vidjeti na primjeru iz 1928. a potom 1931. dobivanje kredita u inozemstvu je često bilo povezano s uvjetima, koje je određena država morala ispuniti. Do koje je mjere to utjecalo na razvoj monetarne politike Jugoslavije govori činjenica, da je veći dio zahtjeva koje je Rothschildova grupa postavila 1928. ispunjen u pripremama za stabilizaciju 1931. Sličan utjecaj imala je Banka za međunarodna

poravnanja koja je 1930. dobila kontrolu nad izvršenjem raspodjele njemačkih reparacija. Budući da je banka uvjetovala sudjelovanje u isplati reparacija uvođenjem zlatnog standarda, moglo bi se argumentirati da je to *de facto* prisililo Jugoslaviju da zakonski stabilizira svoju valutu.

Drugo institucionalno objašnjenje za zakonsku stabilizaciju dinara 1931. mogla bi biti činjenica da je diktatura uvedena 1929, popraćena suspenzijom političkog života u zemlji te postroženom cenzurom medija, omogućila da se zakonska stabilizacija bez smetnje pripremi i provede. Za razliku od 1928., tri godine kasnije tisak nije bio pun kritičkih članaka o stabilizaciji, a u pregovorima s bankarskim konzorcijem iz Francuske nije bilo potrebno tražiti odobrenje Narodne skupštine. Stoga je samo uvođenje diktature moglo omogućiti provedbu zakonske stabilizacije unatoč možebitnom protivljenju javnosti te suzdržanosti Narodne banke.

4.1 Zlatna valuta kao ideja

Kad se govori o utjecaju ideja na međuratne kreatore monetarnih politika, možemo razlikovati dva glavna principa, kojima se zlatni standard uspio nametnuti. Prvi se odnosi na utjecaj kroz akademiju i političku praksu, koji se temeljio na prethodnoj (prijeratnoj) bilanci ovog monetarnog sustava te činjenici da je zlatni standard bio dominantan monetarni sustav u međuratnom razdoblju. Utjecaj koji je zlatni standard ustvari imao u Europi te položaj Jugoslavije dobro opisuje Jovan Marković rečenicom "Pa kada cela Evropa obračunava svoj novac prema njegovom zlatnom paritetu, možemo li Mi činiti izuzetak?" (Marković 1930, 22). Drugi princip pak se oslanjao na "soft power" zlatnog standarda, koji je državama omogućio da uvođenjem zlatnog pariteta svojih valuta isti koriste kao jedan tip "pečata izvrsnosti" odnosno kao dokaz da se vodi razumna fiskalna i monetarna politika te da postoji apsolutna predanost vlada da obrane stabilnost svojih valuta. U oba slučaja primamljivost zlatnog standarda temeljila se na raširenom shvaćanju da se njegovim uvođenjem države mogu osigurati brojne koristi za vlastita gospodarstva, odnosno da je uvođenje zlatnog standarda potvrda zdrave proračunske politike.

4.1.1 Zlatni standard kao *mainstream* onog vremena

Kod donošenja odluka prijašnja iskustva igraju važnu ulogu. Upravo je iskustvo prijeratnog zlatnog standarda za mnoge bilo povod da podrže njegovu obnovu u međuratnom razdoblju, te diskreditiraju neke alternativne monetarne sustave poput bimetalizma ili papirnatih valuta. Prijeratna stabilnost zlatnog standarda kao međunarodnog monetarnog sustava stajala je u oštroj opoziciji inherentnoj nestabilnosti bimetalnih valuta te hiperinflacijama tokom 1920, koje su zadesile papirnate valute srednjeeuropskih zemalja. Na temelju tog iskustva povratak zlatnog standardu viđen je kao način da se Europa vrati blagostanju i stabilnosti s kraja 19. stoljeća. Time

na pozornicu stupa ideja o zlatnom standardu kao rješenju svih ekonomskih problema, koju je prigrllila velika većina političara, ekonomista i gospodarstvenika diljem Europe, te je povratak zlatnom standardu prerastao u mainstream tog vremena.⁶⁸ Snaga koju je zlatni standard imao kao ideja najbolje se vidi u Keynesovim problemima da etablira svoje alternativno shvaćanje monetarne politike, te su njegova upozorenja da Velika Britanija nebi trebala obnoviti zlatni standard posve ignorirana (Bernanke 1992, 256).

U Kraljevini Jugoslaviji podrška uvođenju zlatnog standarda također nije bila neznatna, pa bi se uvođenje zlatnog standarda moglo objasniti kroz podršku koju je ideja njegove obnove imala u političkim, akademskim, gospodarskim te financijskim krugovima. U prilog ovoj tezi prije svega govori činjenica da je velika većina vodećih jugoslavenskih političara, ekonomista, gospodarstvenika te financijera naglašavala važnost zakonske stabilizacije dinara. Utjecaj na politiku vidljiv je u načinu kako je vođena monetarna politika nakon dolaska Milana Stojadinovića na mjesto ministra financija. Kao što je objašnjeno u ranijim poglavljima klasični zlatni standard je podrazumijevao spremnost vlada da pod svaku cijenu brane vrijednost svojih valuta te da se suzdrže od vođenja ekspanzivne monetarne politike. Iako je inflatorno financiranje proračunskih rashoda nakon rata bilo u čistoj suprotnosti s tim ciljevima, u razdoblju nakon Stojadinovića jugoslavenska monetarna politika je uistinu provodila politiku s ciljem obnove zlatnog standarda.

Podršku zlatnom standardu otvoreno je dao niz političara, uključujući neke koji nisu izravno bili vezani uz financije. poput Lazara Markovića, ministra pravosuđa, koji je pisao da je "potrebu [zakonske] stabilizacije suvišno isticati i naglašavati" (Marković 1930, 15), dok je član Senata Kraljevine Jugoslavije Milan Popović isticao da "nema sumnje da je zlatno važenje najbolji novčani sustav" (Popović 1930, 49). Sam Stojadinović je još 1921 u knjizi "Naše valutne nevolje" analizirao tijesnu vezu politike i financija naglašavajući da je financijska politika tek ogledalo stranačke politike u jednoj zemlji te kritizirajući kaos koji je u njoj vladao (Stojadinović 1921, 16). Kao jedino rješenje problema vidio je deflatornu politiku, te korištenje burze kako bi se odredila njegova stvarna vrijednost (Stojadinović 1921, 49). Iako se nigdje izrijeком ne spominje povratak na zlatni paritet, njegovi prijedlozi za rješenje problema jugoslavenske valute odgovaraju principima zlatnog standarda poput inzistiranja na uravnoteženim proračunima te antiinflacijskoj politici. Stojadinović je pri tome naglašavao potrebu da se pristupi politici štednje, koja će omogućiti postupno jačanja dinara kroz (Vidi Stojadinović 1921, 53-54).⁶⁹

68 To naravno ne znači da nije bilo glasnih kritičara zlatnog standarda, kao što se vidi na primjeru Engleske Trgovačke Komore koja je upozoravala na teškoće koje zlatni standard stvara (Jugoslavenski Llyod, 9.10.1930).

69 U knjizi Stojadinović ističe da se oporavak vrijednosti dinara može postići jedino putem jačanja izvoza, politikom štednje i smanjenja rashoda te "konsolidaciji unutrašnjih i spoljnjih političkih odnosa" (Stojadinović 1921, 55)

Slični ton se može prepoznati i u djelima drugog ključnog ministra financija, Bogdana Markovića, koji je papirnate valute bez metalne osnove smatrao posljedicama "poremećenih prilika" (Marković 1926, 44). Pri tome je uvođenje zlatnog standarda vidio kao način da se ostvari "izlečenje valute", naglašavajući da nezdrav odnos između količine novca u opticaju te njegove metalne podloge može baciti čitave države u stanje "permanente krize" (Marković 1926, 88, 93). Marković je potrebu za povratkom na zlatni standard uzimao zdravo za gotovo te naširoko raspravljao o načinima kako bi se to moglo provesti. Pri tome valja imati na umu da se čitavo ovo razdoblje jugoslavensko gospodarstvo nalazi u krizi, stagnaciji koju je deflacijska politika prouzrokovala, te se inzistiranje na monetarnoj politici i štednji može uzeti kao dodatni argument za predanost načelima zlatnog standarda. Naime, Eichengreen u knjizi "Golden fetters" tumači inzistiranje na stabilnim valutama, uravnoteženim proračunima te politici štednje kao glavne odlike sustava zlatnog standarda, koje su onemogućile brži izlazak iz Velike depresije.

Među ekonomistima podrška zlatnom standardu bila je još izraženija. Štoviše moglo bi se kazati da je u akademskim krugovima prevladavao svojevrсни fatalizam po pitanju zlatnog standarda, pri čemu se potreba zakonske stabilizacije na bazi zlata nije uopće dovodila u pitanje, već se prije svega raspravljalo o načinu kako da se ta stabilizacija provede. U raspravama o zakonskoj stabilizaciji može se primijetiti da je ideja o potrebi uvođenja zlatnog dinara bila toliko raširena, da je stabilizacija postala sinonim za uvođenje zlatnog standarda (Vidi Marković 1930, 17). Time uopće u obzir nisu uzimana druga moguća rješenja poput srebrnog standarda ili bimetalizma, koji su u to vrijeme u Europi pa tako i u Jugoslaviji već u potpunosti izišli iz mode. Jozo Tomašević, istaknuti ekonomist i osobni prijatelj ministra Švrljuge, tvrdio je primjerice da je zakonska stabilizacija dinara provedena "u duhu onoga vremena" te naglasio da je bilo "bezuslovno potrebno" da se dinar veže uz zlato (Vidi Tomašević 1935, 41, 44, 46). Njegovo mišljenje dijelili su i drugi ekonomisti poput Živka Topalovića, koji je izjavio da "pokriće [dinara] može biti samo zlato" (Topalović 1920, 78). Tomaševićovo uvjerenje u pozitivan utjecaj zlatnog standarda vidi se u izjavi da su zahvaljujući stabiliziranom dinaru spriječene još teže posljedice krize za jugoslavensko gospodarstvo (Tomašević 1935, 47).

Koplja su se pak prije svega lomila oko toga na kojoj bi razini dinar trebalo stabilizirati te da li bi se tu stabilizaciju trebalo provesti na temelju vlastitih sredstava ili uz pomoć kredita iz inozemstva. Kod prvog pitanja postajala su dva ekstremna pola i umjerena sredina. Jedan dio ekonomista poput Milorada Jelića je smatrao da bi se dinar trebalo stabilizirati na njegovom predratnom paritetu (Topalović 1930, 10). To bi u praksi značilo porast vrijednosti dinara sve dok ne bude jednak švicarskom franku, i primjerice imalo vrlo negativan utjecaj na sve dužnike u

jugoslavenskim dinarima. Ekonomisti poput Ive Belina su pak otišli u drugi ekstrem te tražili dodatnu deprecijaciju dinara, kako bi ga se stabiliziralo na što nižoj vrijednosti te time pospješilo konkurentnost jugoslavenskog izvoza,⁷⁰ No ova dva oprečna mišljenja bila su u manjini te je prevladavao stav da bi se dinar trebalo stabilizirati na vrijednosti koju je održavao u razdoblju od šest godina *de facto* stabilnosti.

Što se tiče načina stabilizacije stručnjaci poput Vlade Markovića, smatrali su da se povratak na snažan zlatni dinar može sprovesti vlastitim sredstvima zahvaljujući tome što dinar ima "zdravu i sigurnu privrednu podlogu" (Vlada T. Marković, 7).⁷¹ Oni su se dakle zalagali da se vlada zaduži kod domaćih banaka te na taj način skupi potrebne rezerve za izvođenje stabilizacije. No na kraju je ipak prevladalo mišljenje da se stabilizaciju ne može provesti bez inozemnog kredita, koje su zastupali ekonomisti poput Velimira Bajkića te samog ministra Stojadinovića (Nikolić 2003, 106). Zanimljivo je primijetiti da bi 1931. bilo vrlo teško izvesti stabilizaciju na temelju vlastitih sredstava, budući da su se već krajem 1930. te početkom 1931. rezerve Narodne banke počele topiti. No sama odluka da će se stabilizacija provesti putem inozemnog kredita pala je najkasnije 1927, kada su započeli pregovori sa Rotschildskom grupom.

U krugovima bankara i gospodarstvenika također je prevladavala potpora uvođenju zlatnog standarda. U mjesecima koji su prethodili zakonskoj stabilizaciji, niz pojedinaca na vodećim pozicijama u jugoslavenskom gospodarstvu i bankarstvu je dao svoju potporu uvođenju zlatnog standarda. Primjerice, direktor Srpske Kreditne Banke u Vukovaru, Milan Jelovac, pisao je da će zakonska stabilizacija "učiniti veliku uslugu našoj privredi", dok je Dragotin Hribar, član nadzornog odbora Narodne banke smatrao da je potrebo uvesti zlatni dinar, kako bi se jugoslavensku valutu osiguralo od špekulacija (Hribar 1930, 44).

Unatoč tome što bi se na temelju ovih argumenata moglo doći do zaključka da je podrška zlatnom standardu dolazila iz svih relevantnih sfera društvenog i političkog života, ovaj tip argumentacije je istovremeno veoma problematičan i to iz nekoliko razloga. Kao prvo ne može se zaniijekati da se u političkim, ekonomskim te drugim krugovima moglo naći protivnike zlatnog standarda, poput ministra bez portfelja Gjiva Supila, koji je upozoravao da zakonska stabilizacija

70 Belin u svojoj knjizi iz 1924. upozorava da je sasvim nerealno očekivati da se dinar može deflatornom politikom ojačati i stabilizirati na predratnom zlatnom paritetu, naime povratak na predratni paritet Belin smatra mogućim kod država čije su valute malo izgubile na vrijednosti. Budući da je dinar spao na tek jednu dvanaestinu predratne vrijednosti, vraćanje na predratni paritet bi "čitavu privredu dovelo do neminovnog sloma". Belin je smatrao da je realnije stabilizirati dinar u odnosu 1:17 naspram predratnog dinara (Vidi Belin 1924, 26). Stoga su se on te primjerice Apolon Eropkin zalagali za stabilizaciju dinara devalvacijom (Jugoslavenski Lloyd, 5.05.1925, 1). Budući da je smatrao nerealnim očekivati da država uspije dobiti kredit u inozemstvu, Belin se zalagao da se za jačanje metalne podloge Narodne banke iskoriste dolari koji su već cirkulirali u Kraljevini SHS (Belin 1924, 84-85, 90).

71 Sredstva za ovaj poduhvat osigurala bi se putem radikalne deflacije te beskompromisne politike uravnoteženih budžeta. Nadalje, Marković je predlagao da država proda dio svojih domena i industrija koje je imala u vlasništvu, te da raspiše nove poreze sve kako bi se vratio dug i ojačala metalna podloga Narodne banke pred stabilizaciju (Vidi Vlada T. Marković 1925, 65-66).

nije "nikakva potreba još manje nužda" te da od nje ne treba imati prevelika očekivanja (Supilo 1930, 40). Štoviše, iz raspoloživih izvora se mogu izvući vrlo skromni zaključci o tome, u kojoj mjeri su vladajući politički i gospodarski krugovi uistinu bili privrženi ideji zlatnog standarda a ne vođeni vlastitim interesima.

Iako se na temelju novinskih izvora može steći slika da je u Jugoslaviji vladala gotovo jednoglasna podrška zlatnom standardu, budući da su njegovi kritičari bili u manjini, valja imati na umu da bi se posebice nakon uvođenja diktature kralja Aleksandra 1929. manjak kritika na račun zakonske stabilizacije mogao objasniti i kroz cenzuru, koja nije dozvoljavala da se o zlatnom standardu loše piše. Argumenata u prilog ovoj tezi ne nedostaje, posebice ako se usporedi pisanje novina tokom 1928. te nakon 1929. Dok se oko pokušaja zakonske stabilizacije 1928. podela čitava rasprava, o pripremama za stabilizaciju 1931. se nije mnogo pisalo.

Stoga bih zaključio da nam ovaj pristup može pomoći da razumijemo zašto je kod zakonske stabilizacije dinara odlučeno da će se on stabilizirati prema zlatu, a ne primjerice srebru ili kao papirnata valuta. Naime, činjenica je da je u usporedbi s ostalim monetarnim sustavima zlatni standard sve do krize i 1930tih viđen kao najpoželjniji i najstabilniji, u čemu se slagala i struka i politika. To se najbolje može vidjeti na primjeru Keynesa, koji je tokom 1920tih bezuspješno pokušavao proširiti svoje ideje o potrebi za aktivnijom monetarnom politikom te lobirao protiv zlatnog standarda. Sve do velikog kraha 1929 i krize koja je uslijedila, zlatni standard je bio dominantan monetarni sustav u Europi i svijetu, koji će tek u 1930tima izgubiti velik dio svog utjecaja. No koliko je snažan utjecaj on još imao, vidi se i na činjenici da je u ponešto izmijenjenom obliku postao temelj Bretton Woods sustava nakon Drugog Svjetskog Rata te se održao sve do povijesne Nixonove odluke 1971. godine.

No to nipošto ne objašnjava zašto se dinar uopće odlučilo zakonski stabilizirati niti zašto je stabilizacija provedena baš 1931. godine. Ako bismo prihvatili argumentaciju da su vladajući krugovi odlučili provesti zakonsku stabilizaciju zato što su bili privrženi zlatnom standardu, postavlja se pitanje zašto onda ta stabilizacija nije provedena godinu dana ranije, 1930. kada su uvjeti za nju bili znatno povoljniji. Nadalje, dobar dio argumenata koji idu u prilog tezi o zlatnom standardu kao snažnoj ideji bi se također mogao objasniti kroz stanovite interese pojedinaca. Primjerice, podrška bankarskih krugova zlatnom standardu mogla bi se protumačiti kroz interese koje su ti krugovi imali, no ovoj problematici ću se još vratiti u narednim poglavljima.

4.1.2 Zlatni standard kao simbol zdrave monetarne politike

U ovom poglavlju ću se samo ukratko osvrnuti na još jedan aspekt zlatnog standarda kao ideje, a to je njegova visoka simbolička uloga. Pri tome se prije svega oslanjam na koncept kojeg su

razvili Michael Bordo i Hugh Rockoff u svom članku iz 1995, u kojem su zlatni standard u razdoblju prije 1914. predstavili kao svojevrsni pečat izvrsnosti, koji je garantirao da vlade vode zdravu monetarnu i fiskalnu politiku. Sličan argument se može pronaći i u povijesno-političkom objašnjenju zašto se od međuraća počinje pridavati veliki značaj neovisnosti središnjih banaka od utjecaja politike. U oba slučaja riječ je o vrlo simboličnoj ulozi koju su zlatni standard i neovisnost središnjih banaka imali u davanju kredibiliteta valuti, odnosno monetarnoj politici.

Kao što sam već spomenuo u ranijim poglavljima, posebice u predratnom razdoblju zlatni standard je služio kao garant da će vlade voditi zdravu monetarnu politiku i braniti tečaj svojih valuta. Pri tome je njegov utjecaj bio dvojak, s jedne strane njegovo uvođenje je ograničilo vlade u vođenju monetarne politike, no s druge strane zlatni paritet im je omogućavao da zadrže povjerenje građana u valutu čak i prilikom kraćih suspenzija konvertibilnosti. Time je zlatni standard u biti služio kao sustav pravila u kojem su tolerirana kratkotrajna odstupanja u izvanrednim situacijama poput rata ili financijskih kriza (Bordo, Edelstein & Rockoff 1999, 318-9). No to povjerenje je narušeno tokom i nakon Prvog Svjetskog Rata kada su nakon suspenzije konvertibilnosti gotovo sve zaraćene strane pristupile inflatornom financiranju proračunskih rashoda što je u konačnici dovelo do hiperinflacije u nizu europskih zemalja.

Budući da je kao glavni krivac za inflaciju viđena politika, koja je zanemarila svoju obvezu da brani stabilnost novca, nakon rata veća je važnost dana ulozi središnjih banaka te njihovoj neovisnosti od vlada (Vidi primjerice Boyce 2009, 148). Ta transformacija središnje banke od jedne kreditne ustanove prema nositelju monetarne politike vidljiva je i u Jugoslaviji, gdje je glavna zadaća Narodne banke isprva bilo kreditiranje gospodarstva, da bi se to polako počelo mijenjati tokom priprema za zakonsku stabilizaciju. Nakon što je dinar dobio zlatno pokriće Narodna banka postaje jamac njegove stabilnosti te na sebe preuzima dio jurisdikcija u monetarnoj politici. Time je kredibilitet dinara istovremeno bio garantiran putem njegovog zlatnog pariteta te neovisnošću jugoslavenske Narodne banke, koja ga je bila dužna braniti.

Budući da je povjerenje u određenu valutu bilo bitno kako bi ta zemlja mogla pristupiti međunarodnim tržištima kapitala, moglo bi se ustvrditi da je to bio razlog zašto je Jugoslavija pristupila zakonskoj stabilizaciji dinara te reformi Narodne banke. Uvođenje zlatnog standarda bi u tom narativu bio svojevrsni način kako je Jugoslavija međunarodnoj zajednici signalizirala da je uredila svoju valutu postala pouzdani partner. To je ujedno i srž argumenta kojeg Bordo & Rockoff koriste da bi objasnili zašto su države na periferiji bile spremne podnijeti žrtve kako bi održale zlatni paritet svojih valuta, naime, na taj način su mogle značajno smanjiti troškove dobivanja kredita u razvijenijim europskim zemljama (Bordo, Edelstein & Rockoff, 1999). Ako se uzme u

obzir da je Kraljevina Jugoslavija imala velikih problema sa privlačenjem inozemnog kapitala u zemlju te dobivanjem međunarodnih kredita, zvuči sasvim uvjerljivo objasniti uvođenje zlatnog standarda, željom vladajućih da riješe ovaj problem.

Naravno, ovaj način argumentacije podrazumijeva da smatramo da se jugoslavenska politika vodila željom za ekonomskim boljitkom zemlje, što je u suprotnosti sa argumentacijom koju ćemo razmatrati u narednim poglavljima. No u prilog ovoj tezi govori to da se zakonska stabilizacija gotovo uvijek spominjala u kontekstu lakšeg dobivanja inozemnih kredita, kao nešto što je potrebno da Jugoslavija zadobije povjerenje potencijalnih vjerovnika. U tom kontekstu Jugoslavija se opredijelila za zakonsku stabilizaciju na bazi zlata, jer je za kreditore zlatni standard imao snažnu simboličku ulogu. No ovaj pristup zanemaruje možebitne druge interese, koje su pojedinci ili grupe mogle imati u uvođenju zlatnog dinara, pa smatram da bi bilo previše jednostavno objasniti zakonsku stabilizaciju u Jugoslaviji kroz simbolički utjecaj koji je zlatni standard imao na kreditore. Tim više što se na primjeru predratnih i ratnih dugova Francuskoj može vidjeti da su neki drugi neriješeni problemi bili puno ozbiljnija prepreka Jugoslaviji u dobivanju međunarodnih kredita.

Unatoč tome što je uvođenje zlatnog standard moglo imati veliki simbolički značaj za Jugoslaviju te joj olakšati pregovore sa kreditorima, ostaje činjenica da je malo vjerojatno da je to bio glavni razlog za njegovo uvođenje baš 1931. Pri tome ne umanjujem značaj koji je to imalo, posebice ako se uzme u obzir da je i Rotschildova grupa postavila zakonsku stabilizaciju kao jedan od preduvjeta za dobivanje kredita. No istovremeno se mora uzeti u obzir da je primjerice kod pregovora sa potencijalnim američkim kreditorima upravo nerješavanje predratnih dugova isticano kao glavna prepreka dobivanju kredita.

Stoga bi na temelju ova dva poglavlja zaključio da iako ova dva pristupa mogu pružiti određeni ideološki okvir te objasniti zašto se dinar stabiliziralo putem zlatnog standarda, oni nisu dostatni da bi se objasnilo pojedinosti njegovog uvođenja. Ako prihvatimo argument da je uvođenje zlatnog standarda viđeno kao nužnost te da je odgovaralo duhu onog vremena, to nam svejedno ne objašnjava zašto se inzistiralo na otplati duga države Narodnoj banci, zašto je stabilizacija odgađana sve do 1931. te koju je ulogu u tome imala međunarodna politika te inozemne institucije.

4.2 Zlatni standard te utjecaj interesnih grupa

Kod analize određene političke odluke poput uvođenja zlatnog standarda u Jugoslaviji uvijek postoji iskušenje da ju se objasni kroz rad u najboljem interesu države. Ovakvo tumačenje bi se moglo i lijepo potkrijepiti izjavama raznih pojedinaca, koji su u tome igrali određenu ulogu, budući da se uvijek iznova isticalo da se dinar mora ojačati u interesu države i čitavog gospodarstva. No takav pristup nam ponovno nebi mogao odgovoriti na pitanje zašto je stabilizacija

provedena tek 1931. a ne znatno ranije. Štoviše ne može se ignorirati pitanje *qui bono*, tj. tko je najviše profitirao od uvođenja zlatnog standarda. Na međunarodnoj razini to bi mogla biti Francuska, koja se izborila da njene banke izdaju najveći dio kredita Jugoslaviji te osigurala isplatu jugoslavenskih predratnih dugova. Na unutarnjopolitičkom planu glavni dobitnik bio je kraljev režim, koji si je osigurao jedan veliki uspjeh te hvalu u domaćim te stranim medijima. Konačno ne smije se zaboraviti na bankarske krugove i to posebice dioničare Narodne banke, koji su od strane dobrog dijela javnosti bili percipirani kao glavni profiteri zakonske stabilizacije.

4.2.1 Međunarodna politika i zlatni dinar

Na prvi pogled moglo bi se argumentirati da je otezanje implementacije inozemnog stabilizacijskog kredita bila prije svega posljedica neriješenih predratnih dugova Francuskoj, budući da je tek nakon Haške presude i sporazuma s francuskim vjerovnicima Jugoslavija mogla pristupiti zaključenju kredita. No to nam ne objašnjava zašto je na kraju kredit sklopljen sa francuskim konzorcijem banaka, a ne Rotschildovom grupom⁷². Upravo je taj prijelaz sa britanskog na francusko financiranje kredita vrlo bitan za razumijevanje šireg geopolitičkog konteksta tog kredita. Naime, Francuska je zemlje Podunavlja i Balkana smatrala svojom interesnom zonom te je svoj dominantan položaj u njima održavala širenjem svog financijskog utjecaja.⁷³ Budući da je Jugoslavija igrala vrlo važnu ulogu kao eksponent francuskih interesa na Balkanu te služila kao pijun u francuskom nadmetanju s Italijom, ne čudi da je Francuska bila spremna braniti utjecaj koji je imala u Jugoslaviji. Stoga su se još od 1928. kada je jugoslavenska vlada započela pregovore sa Rotschildima u Londonu počela lomiti koplja između Francuske i Velike Britanije oko utjecaja nad Jugoslavijom, pri čemu je London u financiranju jugoslavenskog stabilizacijskog kredita vidio način kako da ojača svoj položaj u Jugoslaviji te istovremeno oslabi ovisnost Beograda o Francuskoj.⁷⁴

No kao prvo nameće se pitanje zašto je Jugoslavija uopće odlučila potražiti kredit u Londonu a ne kod svoje velike saveznice Francuske. Iako bi se na to pitanje moglo odgovoriti na

72 Rotschildovu grupu činile su slijedeće banke: Baring Brothers and Company, J. Henry Schroeder and Company, Hambros Bank, Blair and Company, Chase Securities Corporation, Kuhn Loeb and Company te Banca Commerciale Italiana te su u predstavljale engleski, američki, nizozemski i švicarski kapital (Hercigonja 1987, 46). Francuski interes predstavljala je Banque de Paris et des Pays-Bas, koja će kasnije biti jedna od dviju jedinih većih francuskih banaka, koje neće sudjelovati u stabilizacijskom kreditu Jugoslaviji (Vidi Hercigonja 1987, 51).

73 Tokom 1920tih Pariz je vodio politiku izdavanja dugoročnih kredita zemljama poput Austrije i Mađarske (svakoj po 4 kredita), Rumunjske (5 kredita) te Bugarske (2 kredita). Zbog nepovoljne trgovačke bilance koje su te zemlje imale sa Francuskom ti krediti su vodili k financijskoj ovisnosti o Francuskoj, što je samo dodatno ojačalo njen položaj (Hercigonja 1987, 46).

74 Izvještaji britanske diplomacije i Beograda otkrivaju kako je London percipirao francuski utjecaj na Jugoslaviju: "Zemlja je izložena francuskoj propagandi, a Francuzi čine sve što mogu da bi održali duh prijateljstva iz rata i podsjetili ovaj narod da svoj spas duguje jedino njima (...). U mnogim krugovima se veruje da je državni udar [uvođenje šestosiječanjske diktature], ako i nije planiran u Parizu, tamo u svakom slučaju odobren prije nego što je sproveden. Veoma je verovatno da se jugoslovenska vlada i dalje orijentiše prema odlukama Quai d'Orsay." (Avramovski 1986a, 610). Štoviše, pitanje stabilizacijskog kredita poprimilo je veliki simbolički značaj za odnose između Londona i Beograda, budući da je britanska diplomacija smatrala da bi se u jugoslavenskoj javnosti "odbijanje zajma u Londonu smatralo znakom neprijateljstva" (Avramovski 1986a, 609).

više načina, ako se u obzir uzmu prilike koje su vladale 1927. odluka jugoslavenske vlade da se obrati Rotschildima nije začuđujuća.⁷⁵ Naime, kao što je već spomenuto u ranijim poglavljima Jugoslavija je uredila svoje predratne i ratne dugove sa SADom i Velikom Britanijom sporazumima iz 1926. te 1927., to sa Francuskom je situacija bila složenija. Francuska je vlada u ime francuskih vjerovnika srpskih predratnih dugova inzistirala da se ti dugovi isplate u protuvrijednosti zlatnih franaka, čemu se jugoslavenska strana žestoko protivila. S obzirom na prethodno iskustvo sa anglo-saksonskim finansijskim krugovima prilikom zaključenja Blairovog kredita, ne čudi da je službeni Beograd odlučio prvo potražiti stabilizacijski kredit u Londonu (Vidi Hercigonja 1987, 45).

Da se pregovori o zaključenju kredita između Rotschilda i jugoslavenske vlade nisu vodili samo ekonomskim interesima daje naslutiti podatak, da je kao jedan od preduvjeta izdavanju kredita Rotschildova grupa zahtijevala da Jugoslavija ratificira Nettunske konvencije (____).⁷⁶ Iako se ne može sa sigurnošću tvrditi da su iza tog uvjeta stajali interesi britanske diplomacije, ne može se zanijekati da je taj pritisak kojeg je Rotschildova grupa vršila na Jugoslaviju odgovarao nastojanju britanske diplomacije da iskoristi stabilizacijski kredit kako bi popravili odnose između Beograda i Italije (Cvetković 2006, 143). Naime, odnosi između Rima i Beograda bili su prije svega obilježeni dvama savezima, francusko-jugoslavenskim te talijansko-albanskim, koji su ojačali nepovjerenje između dvije zemlje. S jedne strane Italija je gledala na savez Beograda i Pariza kao na "pištolj uperen pravo u srce Italije", dok je s druge strane Beograd održavao savezništvo s Francuskom iz straha da će Italiji Albanija poslužiti kao baza pri napadu na Jugoslaviju (Hercigonja, 35). Štoviše, Italija je već ionako vidjela Jugoslaviju kao "običan francuski satelit" (Britci o Jugi, 647), pa je London smatrao da bi u uvjetima zaoštavanja odnosa između Italije i Francuske, snažna finansijska pomoć Beogradu iz Pariza mogla biti pogrešno protumačena od strane Italije (Hercigonja, 52). Velika Britanija je stoga težila poboljšanju veza između te dvije države kako bi oslabila ovisnost Beograda o francuskoj vojnoj i finansijskoj pomoći (Hercigonja 1987, 38).⁷⁷

Početak pregovora obilježila je opreznost Rotschildove grupe, koja je s obzirom na unutarnjopolitičke i finansijske prilike u Jugoslaviji oklijevala preuzeti na sebe financiranje jugoslavenskog kredita. No ubrzo se pokazalo da je britanskoj vladi bilo vrlo bitno da osigura da se kredit Beogradu zaključi na londonskoj burzi pa je indirektno pritislula Rotschilde da započnu

75 Valja primijetiti da u svojoj analizi jugoslavenskih državnih dugova Tomašević tvrdi da je jugoslavenska vlada počela pregovarati sa Rotschildima još 1925. godine (Tomašević 1932, 138).

76 Zanimljivo je da Hercigonja u svojoj analizi ističe da u bankarski krugovi bili ti koji su neovisno o vladi od Jugoslavije zahtijevali ratifikaciju Nettunskih konvencija te poboljšanje odnosa sa Italijom, štoviše navodi se da je sam Lionel Rotschild u razgovoru s kraljem Aleksandrom na Bledu 1928. naglasio da će prije nego li joj bude odobren kredit, Jugoslavija morati popraviti odnose sa susjednim zemljama i to prije svega sa Italijom (Vidi Hercigonja 1987, 48).

77 Naime, snažan položaj koji je Francuska imala u toj državi uvelike je ovisio o opasnosti, koju je za Jugoslaviju predstavljala Italija, budući da je Beograd smatrao Francusku jedinom silom koja bi u slučaju rata s Italijom mogla pružiti konkretnu pomoć. To je ujedno i bio razlog zašto Francuskoj nije bilo toliko stalo da dođe do rješenja talijansko-jugoslavenskih sporova, jer bi to oslabilo ovisnost Beograda o Parizu (Vidi Avramovski 1986a, 648).

pregovore sa jugoslavenskom vladom.⁷⁸ Štoviše, britanska će vlada u interesu politike inzistirati od Rotschilda da uključi talijanske banke u emisiju kredita, što je na kraju i učinjeno početkom 1930. kada je Rotschildova grupa predložila da se Jugoslaviji ponudi ne čisto anglo-američki već međunarodni kredit u kojem bi mogle sudjelovati i talijanske te francuske banke (Hercigonja 1987, 50).⁷⁹ Ovaj prijedlog dobio je i potporu jugoslavenskog državnog vrha te ga je podržao sam kralj Aleksandar, dok je Mussolini u ožujku 1930. izrazio spremnost da Italija sudjeluje u emisiji takvog kredita sa 100 milijuna dinara (Vinaver 1985, 176).

Štoviše, pregovori između Rotschildove grupe i jugoslavenske vlade te Narodne banke koji su počeli u siječnju 1929. u Beogradu pobudili su nadu da će doći do konačnog dogovora, no do toga na kraju ipak nije došlo. Švrljuga je primjerice na sastanku Ministarskog savjeta od 12. ožujka 1929. najavio da se Jugoslavija nalazi pred zaključenjem inozemnog kredita s bankama u Londonu u iznosu od 4 milijuna funti (Zapisnik SMS, 12.03.1929, 31). Međutim, u svibnju 1930. Rotschildova grupa je nakon sastanka sa drugim zainteresiranim bankama (američkim, nizozemskim, talijanskim te francuskim) poslala jugoslavenskoj vladi notu poput one iz 1928. u kojoj je iznijela nove preduvjete za konačno odobrenje stabilizacijskog kredita. Pri tome je jugoslavenska vlada prihvatila sve s izuzetkom dvaju uvjeta postavljenih od strane francuskih predstavnika u Rotschildovoj grupi, koji su zahtijevali reguliranje predratnih trgovačkih dugova Francuskoj te jugoslavensku participaciju u takozvanom Otomanskom dugu (Vidi Avramovski 1986a, 664).

Ovaj potez francuskih banaka, koji je ponovno odgodio zaključenje kredita, mogao bi se shvatiti kao nastavak kontinuiranih francuskih opstrukcija. Iako ne tvrdim da je Francuska inzistirala na pitanju predratnih dugova isključivo s namjerom da osujeti prodor britanskih banaka u Jugoslaviju, činjenica je da je ovo sporno pitanje s Jugoslavijom poslužilo francuskoj vladi kao izvrsno oruđe u kontinuiranom odlaganju odobravanja kredita Jugoslaviji.⁸⁰ Pri tome se utjecaj ove politike ne smije preuveličavati budući da se vidi da su sami pregovori između Rotschilda i Beograda bili spori sami po sebi. No unatoč tome ostaje činjenica da je Francuska od početka tih pregovora inzistirala da se kredit Jugoslaviji ne može odobriti prije nego li ona riješi svoja predratna dugovanja Francuskoj (Vidi Fogelquist 2011, 701). Toga je bila svjesna i Velika Britanija pa se u izvještajima britanskog veleposlanstva u Beogradu iz 1929. ističe da je vraćanje predratnih dugova

78 Hercigonja tvrdi da britanskom Foreign Officeu vrijedilo nepisano pravilo "finansijska pitanja – Sitiju, spoljnopolička – Ministarstvu Spoljnih Poslova", što je u praksi značilo da je vlada na sebe preuzela pravo da odlučuje o plasiranju kapitala u političke svrhe, dok su banke odlučivale kako će se taj kapital investirati. To pak je dovelo do svojevrsnog rata za neovisnost između londonskih banaka i vlade, budući da se banke nisu mirile s neravnopravnim položajem u koji su dovedene (Hercigonja 1987, 47).

79 S talijanske strane je u emisiji kredita trebala sudjelovati Banca Commerciale Italiana (Vidi Avramovski 1986a, 663).

80 Za alternativno objašnjenje francuskog interesa u provođenju zakonske stabilizacije u Jugoslaviji vidi članak u Privrednom Pregledu od 24.08.1930 "Šta će Francuska sa zlatom" u kojem se iznosi tvrdnja da je Francuska bila ponajprije zainteresirana da u Jugoslaviju plasira svoje zlato kojeg je imala u suvišku.

Francuskoj glavni preduvjet odobrenju inozemnog kredita Jugoslaviji (Avramovski 1986a, 593).⁸¹ Iako je Francuska isprva pozdravila britanski prijedlog početkom 1930. o zaključenju jednog međunarodnog kredita, sredinom iste godine dolazi do promijene u stavu Pariza, koji počinje inzistirati na tome da se Jugoslaviji kredit odobri na pariškoj a ne londonskoj burzi (Avramovski 1986a, 666). Ovakav stav Francuske nije začuđujuć ako se u obzir uzme da je Pariz vidio anglo-saksonski kapital kao glavnog suparnika francuskom utjecaju na financijskim tržištima. Štoviše, odobravanje stabilizacijskog kredita Beogradu bio je tek jedan u nizu kredita dodijeljenih Jugoslaviji tokom 20tih.⁸² U svakom slučaju s obzirom na ovakav kontekst francuske politike, baca novo svjetlo na inzistiranje francuskih banaka na dvjema spornim točkama u Rotschildovoj noti iz 1930, koje se može vidjeti kao manevar francuske politike. Sam ministar Švrljuga je u razgovoru sa britanskim veleposlanikom u Beogradu, Hendersonom izjavio da smatra da su ta dva uvjeta "ubačena jedino zato da se onemogući izdavanje londonskog zajma" (Hercigonja 1987, 56). Tim više što godinu dana kasnije pri sklapanju stabilizacijskog kredita francuske banke više nisu ptezale pitanje predratnih trgovačkih dugova niti jugoslavenske participacije u Otomanskom dugu (Avramovski 1986b, 32). A da je pri tome određenu ulogu igrala francuska vlada daje se naslutiti iz izjave ministra Švrljuge, koji se 7. svibnja 1931. zahvalio francuskoj vladi na njenoj pomoći oko toga da se "pitanje otomanskih dugova ne veže za kotirne zajma" (Zapisnici SMS, 08.05.1931, 308).

No u konačnici je Rotschildova grupa izgubila povjerenje jugoslavenske vlade budući da nije bila spremna obvezati se u vezi s konačnim datum emisije kredita. Ovo otezanje od strane londonskih financijskih krugova iskoristili su Francuzi te je francuska vlada počela lobirati kod jugoslavenske vlade za kredit u Parizu.⁸³ Za razliku od Londona, francuska je vlada bila spremna odobriti Jugoslaviji kredit u najkraćem mogućem roku te je to u konačnici prevagnulo (Hercigonja 1987, 52-54). U vidu otezanja od strane Rotschildove grupe koja je u rujnu ponovno odgodila izdavanje kredita, Švrljuga je 25. listopada 1930. u ime jugoslavenske vlade otkazao preliminarni sporazum iz 1928. Istovremeno je najavio da će otpočeti nove pregovore za zaključenje kredita sa ostalim zainteresiranim bankama (Cvetković 2006, 143), pri čemu su paralelni pregovori s *Banque*

81 No tokom 1929. London je još uvijek bio uvjeren da će doći do zaključenja jednog "anglo-američkog stabilizacijskog zajma, ukoliko političke prilike i uslovi na tržištu budu povoljni" (Avramovski 1986a, 593).

82 Primjerice 1923. je francuska vlada odobrila Jugoslaviji kredit od 300 milijuna franaka za nabavu vojne opreme, što je odgovaralo općoj francuskoj strategiji u srednjoj i jugoistočnoj Europi, gdje je Francuska masovno davala dugoročne kredite zemljama, koje bi zbog negativne trgovinske bilance sa Francuskom ubrzo postajale ovisne o francuskim kreditima (Hercigonja 1987, 44). No u razdoblju do 1931, stabilizacijski kredit dan Jugoslaviji bio je najveći od svih kredita koje je Francuska odobrila drugim državama, što govori o prilog tome da je iza tog kredita zasigurno postojala jedna politička dimenzija a ne čisto ekonomski interes (Tomašević 1932, 99).

83 U Jugoslaviju pak je poslan sveučilišni profesor iz Pariza Gaston Jeze za kojeg Tomašević tvrdi da je "u glavom autor svih zakonskih i tehničkih propisa koji se odnose na stabilizaciju (Tomašević 1935, 42).

de l'Union Parisienne u Parizu u biti počeli još tokom svibnja 1930.⁸⁴ Zanimljivo je da Vinaver daje alternativno tumačenje neuspjeha pregovora s Rotschildovom grupom, tvrdeći da se ona sama povukla iz pregovora budući da uslijed pogoršanja financijske situacije u Velikoj Britaniji više nije raspolagala sa dovoljno sredstava za potrebe stabilizacijskog kredita (Vinaver 1985, 193). Britanska diplomacija pak je interpretirala jugoslavensku reorijentaciju na Pariz kao posljedicu straha uslijed zbližavanja Italije i Bugarske, zbog čega se Jugoslavija odlučila jače vezati uz Pariz kako nebi ugrozila francusku spremnost da Jugoslaviji odobri vojne kredite (Avramovski 1986a, 665).

Time je borba za utjecaj u Jugoslaviji završila u korist Francuske, koja je uspješno suzbila prodor Engleskog utjecaja te stabilizacijskim kreditom ojačala financijsku ovisnost Beograda o Francuskoj.⁸⁵ Francuskoj je to pošlo za rukom prije svega zbog neodlučnosti Rotschildove grupe te stjecaja okolnosti, koji su doveli do zaokreta u državnom vrhu Jugoslavije, koji se sredinom 1930. počeo sve više okretati Parizu. No pri tome ne valja podcijeniti ulogu francuskog opstruiranja pregovora, i to posebice tokom njihove završne faze. Iz ovoga proizlazi da nemogućnost Jugoslavije da osigura stabilizacijski kredit u inozemstvu nije bila samo posljedica nesređenih prilika u zemlji te spora sa francuskim vjerovnicima, već i posljedica ciljane francuske politike koja je nastojala spriječiti približavanje Beograda i Londona. U nastojanju da očuva svoj utjecaj u Jugoslaviji, Francuska je *de facto* minirala jugoslavenske pregovore s Rotschildima, što je odgodilo konačnu zakonsku stabilizaciju do 1931.

4.2.2 Kontroverza oko duga Narodnoj banci

Iako se ne može zanijekati da su krugovi bankara i gospodarstvenika imali interes u stabilnom dinaru, upitno je koliko su utjecaja ti krugovi imali na vođenje politike. Pribičević je doduše svojevremeno naglašavao da politika mora uzeti u obzir interese banaka i gospodarstvenika koji su priželjkivali stabilan dinar, ustvrdivši da "nema nikakve suprotnosti interesa kod valutnog pitanja između trgovaca i bankara" (Stojadinović 1921, 39). Kao što je navedeno na početku ovog poglavlja, nestabilan dinar u prvoj polovici 1920tih imao je niz nepovoljnih posljedica za gospodarstvenike i bankare. Deprecijacija dinara uzrokovala je gubitak kapitala kojeg su trgovci držali u dinarima, što je ne samo otežalo poslovanje već ih moglo dovesti do stečaja. Istovremeno banke su bile izložene riziku budući da su ti isti trgovci svoj kapital većinom pohranjivali u

84 Rotschildovi su nakon toga pokušali ostati u igri te barem sudjelovati u emisiji jednog dijela kredita, no *Union Parisienne* za to nije bila zainteresirana te je jedino ponudila Rotschildovima da se uključe u emisiju kredita al pod uvjetom da se odreknu svoje vodeće uloge u pregovorima i raspuste svoju grupu. Međutim Švrljuga je u studenom definitivno otklonio bilo kakvu mogućnost nastavka suradnje s Rotschildovom grupom te se posve okrenuo Parizu (Avramovski 1986a, 664-665).

85 Stupanj ovisnosti o Parizu će se posebno pokazati krajem 1931. kada Jugoslavija zapade u sve veće financijske poteškoće te je prisiljena 14. listopada sklopiti s Francuskom ugovor o novom kreditu te odgodi plaćanja ranijih zaduženja. Pri tome je Beograd morao pristati na neke uvjete Pariza, koji su zadirali u financijsku neovisnost zemlje, poput politike štednje i smanjenja proračunskih deficita, davanja prednosti francuskoj industriji prilikom javnih nabavki te očuvanje zlatnog pariteta dinara (Cvetković 2006, 146).

domaćim bankama. Stoga bi stečaj većeg broja velikih trgovaca imao nepovoljan utjecaj na banke. No te su negativne posljedice slabog dinara uklonjene *de facto* stabilizacijom 1925, nakon koje je dinar zadržao stabilnu vrijednost. Stoga za razliku od primjerice Francuske u Jugoslaviji zakonska stabilizacija nije bila potrebna kako bi se ustabilio tečaj nacionalne valute. Navedeni krugovi su dakle od stabilizacije mogli profitirati prije svega putem lakšeg pristupa međunarodnom tržištu kapitala te stranim investicijama u Jugoslaviju koje je zlatni dinar trebao privući.

No bilo bi pretenciozno ustvrditi da su krugovi gospodarstvenika jednostavno podupirali projekt zakonske stabilizacije dinara. Neosporno je da su pri tome neki imali više a neki manje interesa, te da su određene grupe imale više utjecaja te igrale važniju ulogu od drugih. Istovremeno valja imati na umu da iako je načelno prevladavala podrška uvođenju zlatnog standarda, grupama gospodarstvenika ona nije bila glavni prioritet.⁸⁶ To se može vidjeti na primjeru neuspjele stabilizacije 1928. te kritika koje su dolazile iz krugova hrvatskih gospodarstvenika. Pri tome je zakonska stabilizacija došla u drugi plan te se rasprava prije svega vodila o korištenju sredstava koja će ostati od stabilizacijskog kredita nakon što se vrati dug Narodnoj banci. Kritika je išla na račun toga da je ugovor sa Rotschildima dogovoren bez pristanka Hrvata te da se premalo sredstava iz kredita namjeravalo uložiti u Hrvatsku, pa je stabilizacijski kredit napadan iako se nitko nije načelno protivio zakonskoj stabilizaciji.⁸⁷ Zakonska stabilizacije je doduše bila priželjkivana, ali se ne može tvrditi da je uživala bezrezervnu i jedinstvenu podršku interesnih grupa jugoslavenske privrede. Iako su krugovi gospodarstvenika imali interes da se očuva stabilnost dinara, pitanja poput financijskog deficita države i negativne platne bilance, smatrana su puno važnijim od same zakonske stabilizacije (Vidi Jugoslavenski Lloyd, 23.11.1928, 1).⁸⁸ Iako bi bilo potrebno provesti puno detaljnije istraživanje kako bi se utvrdili interesi različitih interesnih grupacija u jugoslavenskom gospodarstvu, već površna analiza otkriva da je u uvjetima stabilnog dinara uvođenje zlatnog standarda bilo relativno slabo eksponirano dok je pitanjima poput kreditiranja privrede pridavana velika pažnja. Stoga ne stoji tvrdnja da su gospodarstvenici vršili veliki pritisak na vladu da provede stabilizaciju.

86 Puno su važnija bila pitanja direktnih kredita od strane Narodne Banke, redovno plaćanje državnih dugova trgovcima i proizvođačima, te slobodniji promet devizama (Vidi Jugoslavenski Lloyd, 30.10.1928, 2). Hrvatskim gospodarstvenicima je prije svega bilo važno pitanje kredita, budući da je većina kredita privredi završavala u istočnim krajevima Jugoslavije, dok su prečanski dijelovi države teško do njih dolazili te bili zapostavljeni.

87 To se ponajbolje vidi na primjeru konferencije gospodarstvenika u Zagrebu sa ministrom Markovićem koji je između ostalog nastojao dobiti podršku za zakonsku stabilizaciju. U svom govoru Marković je bio kontinuirano prekidao povcima iz publike, koja je bila nezadovoljna prijedlogom zakonske stabilizacije jer se nije slagala s načinom na koji je ta stabilizacija trebala biti provedena. Dakle iako je postojala nominalna podrška stabilizaciji, neki krugovi gospodarstvenika bi je radije odbili nego primjerice podržali ugovor o stabilizacijskom kreditu s Rotschildima. (Vidi Jugoslavenski Lloyd, 11.04.1928, 3-4).

88 U uvjetima *de facto* stabiliziranog i vjerodostojnog dinara pitanje porezne reforme i uklanjanja nejednakosti u poreznim opterećenjima bilo je od puno većeg značaja za gospodarstvenika od formalne stabilizacije dinara (Tomašević 1935, 29).

No za priču o interesnim grupama prije svega je zanimljiva jedna kontroverza koja je obilježila uvođenje zlatnog standarda 1931. Riječ je o dioničarima Narodne banke Jugoslavije, koji su bili prozivani da su iskoristili zakonsku stabilizaciju da napune svoje džepove. Srž ove kontroverze seže u debatu o tome na koji je način trebalo provesti stabilizaciju. Naime, pored pitanja da li stabilizaciju treba provesti uz pomoć inozemnog kredita ili ne, koplja su se još lomila oko toga da li država uopće duguje išta Narodnoj banci. Naime, veći dio stabilizacijskog kredita iskorišten je za vraćanje duga Narodnoj banci, na što se država obvezala Prelaznim naređenjima zakona o Narodnoj banci Kraljevine Srba, Hrvata i Slovenaca od 27. lipnja 1921. Tim ugovorom država je obećala središnjoj banci vratiti dug u roku od deset godina, tj. do 27.06.1931, te je zauzvrat od Narodne banke dobila beskamatni kredit od dvije milijarde dinara (Vidi Službene Novine, 23.07.1921, 3). No novčanice koje su tiskane na osnovi tog duga nisu ulazile u redovan kontingent novčanica te nisu ni na nikoji način bile pokrivene metalnom podlogom. Budući da je uvođenje zlatnog standarda značilo da sav novac u prometu mora imati određeno pokriće u zlatu, još 1929. postavilo se pitanje kako će se eliminirati taj dug države prema Narodnoj banci (Jutarnji List, 14.05.1931, 2).

Sa gledišta zagovornika otplate državnog duga Narodnoj banci, nevraćanje duga dovelo bi to toga da oko 4 milijarde dinara u opticaju oстане bez pokrića što bi značilo da bi Jugoslavija i nakon stabilizacije *de facto* imala papirnatu valutu budući da bi preko dvije trećine novčanica u opticaju bile bez metalnog pokrića (Šećerov 1930, 18).⁸⁹ No istovremeno je u Jugoslaviji postojao nemali broj protivnika otplate duga Narodnoj banci, koji su smatrali da država treba ili otpisati dio duga ili pak ga uopće ne vraćati (Vidi primjerice Marković 1930, 23). Štoviše bivši ministar poljoprivrede Gjivo Supilo tvrdio je da bi vraćanje duga Narodnoj banci bila velika greška, jer bi se time "Narodnoj Banci namaknula golema zarada" a inozemni kredit bi bio iskorišten za to da se "isplati jedan imaginaran dug" (Supilo 1930, 41). Upravo iz ove debate u medijima se razvila kontroverza oko toga da li će se dioničari Narodne Banke uvođenjem zlatnog standarda obogatiti ili ne.

Argument da se dioničari obogaćuju na zakonskoj stabilizaciji zasnivao se na tvrdnji da je tih 4 milijarde dinara pušteno u opticaj na trošak čitavog stanovništva budući da je time izazvana inflacija koja je dinar obezvrijedila. Stoga nema smisla otplaćivati dug Narodnoj Banci kad novac ionako neće biti vraćen na prijeratnu vrijednost čime bi se stanovništvu *de facto* vratio kapital kojeg je uslijed inflacija izgubio (Topalović 1930, 10). Zakonska stabilizacija bi prema tome bila ništa drugo doli "kontribucija jednog ogromnoga narodnoga bogatstva koje bi se bez ikakve potrebe za stabilizaciju, prosto poklonio akcionarima Narodne Banke" (Topalović 1930, 11). Naime,

⁸⁹ Još jedna alternativa bila bi povlačenje tih dviju trećina novčanica iz opticaja, no to pak bi rezultiralo u snažnoj deflaciji, koja bi teško pogodila jugoslavensku privredu.

upozoravalo se da ako država preda Narodnoj Banci zlato za stabilizaciju dinara, onda bi to zlato moralo ostati u državnom vlasništvu. No stabilizacijom je to zlato prešlo u vlasništvo Narodne Banke, što su pojedinci poput Topalovića oštro kritizirali. Upozoravajući da iako nominalno to zlato treba služiti kao podloga novcu u opticaju, dioničari Narodne Banke iz njega mogu izvući veliku korist te si na teret stanovništva priskrbiti znatnu korist.⁹⁰ Uz to se još kritiziralo i bogaćenje dioničara uslijed očekivanog porasta vrijednosti dionica Banke.⁹¹

No upitno je koliko su kritike na račun dioničara Narodne Banke imale uporišta u činjenicama. Naime, Zakonom o Narodnoj Banci (čl. 63) utvrđeno je da "podloga Narodne Banke, kao sastavni deo zemaljske imovine (...) ne može biti uzeta u aktivu za podelu" između države i dioničara u slučaju zatvaranja banke (Službene Novine, 20.06.1931, 976). Iako je dioničarski kapital valoriziran pa su dionice umjesto 500 sada glasile na 3000 zlatnih dinara, samim "akcijama kapital nije valorizovan" (Privredni Pregled, 21.06.1931). Dakle, dioničari Narodne Banke nisu ostvarili izravan profit od povećanja rezervi Narodne banke budući da zakonskom stabilizacijom zlatna rezerva nije prešla u vlasništvo Narodne Banke. Štoviše ako se analizira tržišnu vrijednost Bančinih dionica može se primijetiti da nakon stabilizacije nije došlo do nikakvog velikog porasta njihove vrijednosti te da je općenito interes za njih na tržištu bio malen.⁹² Procjene koje je Bajkić radio da bi vrijednost dionica Narodne Banke uslijed stabilizacije mogla skočiti i na 15 000 dinara bila je očigledno znatno pretjerana. K tome valja još naglasiti da je stabilizacija 1931. izvedena po državu puno povoljnije nego što bi bio slučaj 1928. Naime, prilikom priprema za stabilizaciju, reformom Narodne Banke iz srpnja 1928. bilo je predviđeno da jedan dio zlata koje bi Narodna Banka stabilizacijom dobila prijeđe u vlasništvo banke na trošak države. U novom zakonu o Narodnoj Banci iz 1931. ta je odredba posve uklonjena te je država zadržala kontrolu nad svim zlatnim rezervama, dok je višak od valorizacije Bančinog kapitala također dodijeljen državi koja ga je iskoristila za otplatu državnog duga (Privredni Pregled, 24.05.1931, 5).

No bez obzira kojoj se struji u ovoj debati priklonimo ostaje pitanje, koliki su utjecaj dioničari Narodne Banke imali na Kraljevsku vladu po pitanju zakonske stabilizacije. Kao što je već spomenuto u ranijim poglavljima, Ministarstvo financija je kod stabilizacije vodilo glavnu riječ ali Narodna Banka je također bila uključena u čitav proces te izravno sudjelovala u pregovorima sa stranim kreditorima (Vidi Nikolić 2003, 71). Koliko je važnu ulogu pri tome igrala može se iščitati iz pregovora vođenih između vlade i Narodne Banke 1928, kada je banka odbila sudjelovati u

90 Za više informacija vidi detaljan članak Topalovića (Topalović 1930, 12-13).

91 Bajkić je primjerice primijetio kako Topalović "naivno" upozorava dioničare Narodne Banke da bi vrijednost njihovih dionica mogla porasti i na 15 000 dinara što bi moglo po državu prouzročiti veliku štetu (Za više detalja vidi Topalović 1930, 15).

92 Veliki rast u cijeni dionica Narodne Banke zabilježen je 1929. i to uslijed velikih špekulacija oko potencijalnog porasta dividendi zbog zakonske stabilizacije, no sama stabilizacija dvije godine kasnije nije imala gotovo nikakav utjecaj na vrijednost dionica. (Za više o ovoj temi vidi Privredni Pregled 28.04.1929, 5.05.1929).

stabilizaciji sve dok ministar Marković Narodnoj Banki nije dao spomenute ustupke. No ako se uzme u obzir da dioničari od zakonske stabilizacije nisu imali nikakve veće izravne dobiti, postavlja se pitanje da li je njima stabilizacija uopće bila od koristi. Nakon što je po prvi puta na sebe preuzela vođenje brige o stabilnosti dinara, Narodna Banka je ne samo morala prestati voditi "dividentsku politiku" već su poslovi poput kreditiranja gospodarstva postali sporedni. A upravo je kreditiranje privrede bio važan način kako je banka ostvarivala dobit. Štoviše prilikom priprema za zakonsku stabilizaciju može se vidjeti da je Narodna Banka bila vrlo oprezna te primjerice 1928. upozoravala da nije oportuno provesti stabilizaciju. Takvo postupanje banke baš i nije u skladu s tezom da su dioničari pošto poto željeli stabilizaciju kako bi se na njoj obogatili. Dakle argument da je Narodna Banka inzistirala na stabilizaciji nije utemeljen na činjenicama. No za razliku od Narodne Banke, dvor i režim kralja Aleksandra imali su od zakonske stabilizacija daleko veće koristi.

4.2.3 Interes dvora

Značaj koji je zlatni standard imao za režim kralja Aleksandra, bio je vidljiv već od prvih dana nakon uvođenja diktature. Iako je ideja o provođenju zakonske stabilizacije nastala znatno ranije, ubrzo nakon formiranja vlade generala Živkovića, zlatni standard nominalno postaje jedan od glavnih prioriteta gospodarsko-financijske politike Kraljevine Jugoslavije (Privredni Pregled, 31.03.1929). Štoviše, uvođenje zlatnog standard postalo je od važnosti za imidž samog režima. Naime, šestosiječanjska diktatura proglašena je u uvjetima političkih nemira te parlamentarnog sustava, koji je bio paraliziran zbog unutarnjopolitičkih borbi (Vidi Matković 2003, 171). Nakon atentata u Skupštini 20. lipnja 1928. Seljačko-demokratska koalicija pojačala je svoju borbu za reorganizaciju države i kontinuirano osporavala legitimnost Narodnoj Skupštini te vladi na čelu sa Antonom Korošcem (Vidi Večernja Pošta, 25.7.1928, 1; 8.10.1928, 1).⁹³ U takvim unutarnjopolitičkim uvjetima nade su polagane u intervenciju od strane kralja Aleksandra, no umjesto željenog prijelaza na federalizam te provedbu revizije ustava kralj je suspendirao Vidovdanski Ustav te raspustio Narodnu Skupštinu. Ovaj potez opravdan je u kraljevom manifestu tvrdnjom da krizu nije moguće razriješiti parlamentarnim putem budući da su sporazumi između političkih struja "postali apsolutno nemogući" pri čemu je parlamentarizam zbog raznih zloupotreba u stvari okarakteriziran kao "smetnja za svaki plodan rad u državi" (Službene novine, 6.1.1929).

Diktatura je dakle predstavljena kao jedini način da se državu izvede iz te teške situacije, te je upravo zato režim kralja Aleksandra trebao političke i ekonomske uspjehe kako bi si osigurao

⁹³ Maček je u to vrijeme sve češće isticao zahtjeve za samostalnošću Hrvatske. (Vidi Večernja Pošta, 24.11.1928, 1).

podršku u širim slojevima društva. Ako se uzme u obzir da je Jugoslaviju početkom 1930. pogodila svjetska gospodarska kriza te je došlo do pogoršanja opće ekonomske situacije u zemlji, ne treba čuditi da je vlada inzistirala na provođenju zakonske stabilizacije. Tim više što je uvođenje zlatnog standarda najavljivano još od 1928. te bi svaka daljnja odgoda oslabila kredibilitet režima. To se vidi iz transkripta sjednice ministarskog savjeta od 4. svibnja 1931. na kojoj je održana zaključna rasprava o stabilizacijskom kreditu. Na njoj je ministar socijalne politike i narodnog zdravlja Nikola Preka ustvrdio da je stabilizacijski kredit u stvari potreban ne samo iz financijsko-ekonomskih već prije svega zbog političkih razloga, "jer je potrebno da se vidi, da ova vlada može zaključiti zajam" (Zapisnici SMS, 04.05.1931, 307). Time je Preka jednom rečenicom objasnio suštinu argumenta, da je stabilizacija dinara provedena zbog interesa režima, koji je trebao krupne političke uspjehe kako bi opravdao svoje postojanje.

U prilog toj tezi govori i to da je sama stabilizacija dinara snažno popraćena u medijima, iako se u mjesecima koji su prethodili stabilizaciji dinara o njoj nije toliko pisalo kao što je to bio slučaj kod pokušaja stabilizacije 1928.⁹⁴ Štoviše nakon što je ugovor o kreditu sklopljen u Parizu, tisak je naglo bio preplavljen člancima o zlatnom standardu. Tokom čitavog svibnja 1931, novine su izvještavale o pregovorima u Parizu, zaključenju kredita te o proglašenju Zakona o novcu. U svibnju 1931. je u stvari na djelu bila svojevrsna promidžbena kampanja kojoj je za cilj bilo prikazati zlatni standard kao veliki uspjeh šestosiječanjskog režima. Na tragu toga zagrebačke *Novosti* su primjerice 10. svibnja na naslovnici objavile velik članak sa naslovom "Važnost novog državnog zajma" u kojem su isticane sve blagodati, koje će dobivanje tog kredita omogućiti dok je istovremeno dobivanje kredita protumačeno kao velika "historijska prekretnica" te znak povjerenja u "reformatorsko djelovanje i misiju sadašnjeg režima" (Novosti, 10.05.1931, 1).⁹⁵ Nadalje, u novinama je isticano da je zakonska stabilizacija bila jedan od prioriteta kraljevske vlade te da je njena uspješna provedba dokaz "da su metode rada Kraljevske vlade dobre" (Hrvatski List, 15.05.1931, 1). Time je zakonska stabilizacija dinara *de facto* poslužila kao mjerilo uspješnosti kraljevske vlade.

Veličanje stabilizacije dinara u tisku nastavilo se objavljivanjem izjava brojnih istaknutih pojedinaca u kojima su naglašavane prednosti stabilizacije te izricani hvalospjevi vladi. Tako je u svom intervjuu za *Pravdu* poznati industrijalac Milan Vara opisao stabilizacijski kredit kao veliki uspjeh te izrazio uvjerenje "da ga ni jedan drugi režim pod ovako povoljnim uslovima nebi mogao zaključiti" (Pravda, 16.05.1931, 1), dok je predsjednik upravnog odbora Jugoslavenke udružene

94 Možebitan razlog zašto se o stabilizaciji 1931. manje pisalo bit će raspravljen u kasnijem poglavlju.

95 Vladu se hvalilo poradi rada na stvaranju uvjeta za "privrednu konsolidaciju zemlje", čija je kruna uvođenje zlatnog dinara (Novosti, 12.05.1931, 2, 19), koji je pravi "ekonomski preporod" (Novosti, 14.05.1931, 2).

banke, Bencion Buli, pohvalio Kraljevsku vladu za njeno "mudro upravljanje" koje je omogućilo dobivanje povoljnog kredita (Pravda, 12.05.1931, 2).⁹⁶ Režimski tisak nije propustio naglasiti ni činjenicu da je stabilizacijski kredit dobiven u Parizu, te je činjenica da je demokratska Francuska dodijelila diktatorskoj Jugoslaviji tako velik i povoljan kredit iskorištena za legitimizaciju režima. U novinama se primjerice moglo čitati da je davanjem kredita Jugoslaviji, Francuska pokazala da "shvata potrebu ovoga režima" te "uvažava sređivanje prilika kojim je taj režim urodio".⁹⁷

Istovremeno, zakonska stabilizacija je domaćoj javnosti prikazivana kao velik uspjeh režima kralja Aleksandra u jačanju jugoslavenkog ugleda u inozemstvu pa se u tisku moglo naći niz izvještaja o reakcijama iz inozemstva. Prenosilo se da su primjerice grčki mediji pisali da je uvođenje zlatnog standarda potvrda sigurnosti koju strani kapital uživa u toj zemlji (Novosti, 10.05.1931, 2). Jednako tako je javljeno da je francuski tisak hvalio ministra Švrljugu i vladu tumačeći dobivanje kredita kao izraz povjerenja europskog finansijskog tržišta jugoslavenkom "režimu i državi" (Pravda, 21.05.1931, 3). Citiralo se i poljske novine koje su pisale da se "Kraljevska samovladavina pokazala kao radikalni lijek protiv svih bolesti" dok je iz čeških novina "Lidove Listi" preuzeta izjava o tome kako je dobivanje stabilizacijskog kredita dokaz povjerenja inozemstva u "današnji režim koji je i zaključio zajam zato da dovrši svoj program" (Jutarnji List, 12.05.1931).

Zaključno se može ustvrditi da se unatoč svojevrsnoj tajnovitosti u pripremama za stabilizaciju,⁹⁸ ne može osporiti da je šestosiječanski režim kontinuirano radio na uvođenju zlatnog standarda te da je u konačnici uspio zakonski stabilizirati dinar u vrlo nepovoljnim uvjetima. Pri tome je režim kralja Aleksandra na sebe preuzimao sve zasluge za provođenje zakonske stabilizacije, te uvođenje zlatnog dinara prikazao kao jedan od glavnih ostvarenih ciljeva njegova režima. Na temelju toga se može zaključiti da je režim bio itekako zainteresiran za uspješno provođenje zakonske stabilizacije koja mu je poslužila za samopromociju. No to nam ne otkriva koliko je stvarnu važnost ovo pitanje imalo po režim. Sama činjenica da je zlatni standard donio pozitivan publicitet Kraljevskoj vladi i dvoru ne znači da su oni bili glavni motor stabilizacije. Iako su naravno vlada i to prije svega ministarstvo financija igrali odlučujuću ulogu u pripremama i

96 U istim novinama nekoliko dana kasnije objavljen je iscrpan izvještaj o predstavnicima jugoslavenkog gospodarstva koji su došli u audijenciju Živkoviću te izrekli hvalospjeve kraljevskoj vladi povodom zakonske stabilizacije (Vidi Pravda, 15.05.1931, 2).

97 To je ustvari bio odgovor svim onim kritičarima vlade, koji su tvrdili da Beograd neće uspjeti dobiti kredit u inozemstvu zbog diktatorske prirode režima u zemlji (Vidi Vreme, 13.05.1931, 4).

98 Iako je nakon uvođenja diktature Kraljevska vlada uvođenje zlatnog dinara proglasila kao jedan od svojih glavnih ciljeva, o stabilizacijskom kreditu se u Ministarskom savjetu po prvi puta raspravljalo tek u svibnju 1931, dok sama zakonska stabilizacija dinara niti nije došla na dnevni red. Na to se osvrnuo i ministar Demetrović, koji je upozorio "da je ovo prvi put da se na Ministarskoj sednici raspravlja pitanje zajma (Zapisnici SMS, 04.05.1931, 306). Također iznenađuje da je od 1929. u svojim redovnim izvještajima ministar Švrljuga rijetko iznosio informacije o toku pregovora te više pažnje pridavao drugim temama. Za očekivati bi bilo da se navodno važnom pitanju poput zakonske stabilizacije pridaje viša pažnja od tek ponekih šturih informacija.

vođenju pregovora te provođenju stabilizacije, to svejedno ne znači da su oni pri tome bili vođeni vlastitim interesima. Štoviše moglo bi se argumentirati da su na to bili prisiljeni silom prilika u kojima su se nalazili, te će upravo to pitanje biti predmetom slijedećeg poglavlja o ulozi institucija.

4.3 Institucije i zlatni standard

Kad se govori o institucijama zasigurno nam prvo na pamet padaju vlada, ministarstva ili središnje banke, no u ovom poglavlju imat ćemo dvojako shvaćanje tog pojma. S jedne strane analizirati ćemo utjecaj BIS u kontekstu te Banke kao jedne međunarodne institucije, a s druge diktaturu kralja Aleksandra kao tip uređenja države. No u oba slučaja analizirati ćemo argument da je do zakonske stabilizacije došlo upravo 1931. zbog opće situacije odnosno uvjeta u kojima se Jugoslavija našla, a koje su te dvije institucije stvorile.

4.3.1 Banka za međunarodna poravnanja i zlatni dinar

Priča Banke za međunarodna poravnanja (BIS) počinje 1929., kada je u Baden-Badenu u Njemačkoj održana konferencija na kojoj je dogovoreno njeno osnivanje s ciljem poticanja suradnje između središnjih banaka te očuvanja stabilnosti međuratnog monetarnog sustava temeljenog na zlatnom standardu (Toniolo & Clement 2005, 1-3). No uskoro se pokazalo da je njena glavna uloga ustvari bila koordiniranje nad isplatama njemačkih ratnih reparacija.⁹⁹ Nakon što su ti zaključci iz Baden-Badena potvrđeni na Drugoj Haškoj Konferenciji 1930, BIS je postala sastavni dio Youngovog Plana (Vidi Schlüter 1932, 128-29). Raspodjela njemačkih reparacija vršena je između država koje su prema miru u Versaillesu polagale pravo na njih, te su središnje banke tih zemalja postale dioničarima BISa. Naime, temeljni kapital banke iznosio je 500 milijuna zlatnih švicarskih franaka te je bio podijeljen na 200 000 dionica iste vrijednosti, na koje su se mogle uknjižiti sve one savezničke zemlje, koje su imale pravo na odštetu od Njemačke.¹⁰⁰ No te izmjene su ustvari značile da je Njemačka prestala reparacije isplaćivati izravno dotičnim državama već je mjesečne uplate vršila na račun BISa (Toniolo & Clement 2005, 70). Među te zemlje spadala je i Jugoslavija, koja je

⁹⁹ Pitanje njemačkih ratnih reparacija bilo je jedno od najproblematičnijih aspekata međuratnog razdoblja. Naime mirom u Versaillesu te dogovorom postignutim u Londonu 1921. Njemačka je bila primorana platiti 132 milijarde zlatnih maraka, što se s obzirom na stanje njemačke privrede pokazalo nemogućim iznosom. Stoga ne čudi da se ubrzo pokazalo da Njemačka ne može vršiti redovite isplate odštete. To je pak Francusko i Belgiju ponukalo da 1923. vojno okupiraju Ruhr, što je dovelo do potpune obustave plaćanja odštete od strane Njemačke. Međunarodna kriza koja je iz toga proizašla okončana je tek godinu dana kasnije takozvanim Dawsovim planom koji je restrukturirao njemački dug te osigurao priljev inozemnih kredita u Njemačku, koji su trebali osigurati da je Berlin u stanju isplatiti reparacije. No Njemačka je 1928. zatražila ponovno restrukturiranje ratne odštete te je godinu dana kasnije na snagu stupio Youngov plan, kojim je iznos reparacija smanjen na 112 milijarde zlatnih maraka, koje je Njemačka trebala isplatiti u ratama do 1988. Uslijed Velike Depresije i svjetske ekonomske krize njemačko gospodarstvo se urušilo te je Njemačka 1931. prestala isplaćivati reparacije, kojih je Berlin definitivno u potpunosti oslobođen na konferenciji u Lausanni 1932 (Rothbard 2002, 64-67).

¹⁰⁰ To su redom bile: Francuska, Velika Britanija, Italija, Belgija, Rumunjska, Jugoslavija, Grčka, Portugal, Japan i Poljska (____ 1931, 3). Pri tome je bio velik problem taj da mirom u Versaillesu nije određeno kako su njemačke reparacije imale biti raspodijeljene između tih zemalja. Stoga je to pitanje ostalo otvoreno sve do 1920. kada je na konferenciji u Spa dogovoren ključ prema kojem je Francuskoj pripalo 52%, Velikoj Britaniji 22%, Italiji 10%, Belgiji 8%, Jugoslaviji 5% te ostalim zemljama 3% (Tomašević 1932, 57).

imala pravo na 5% ukupnih njemačkih reparacija, što je otprilike ukupno iznosilo 6,6 milijardi zlatnih maraka (87 milijardi dinara), pri čemu je Jugoslaviji na godišnjoj razini pripadalo oko 84 milijuna zlatnih maraka (nešto više od jedne milijarde dinara) (Tomašević 1932, 59).

Za Beograd su njemačke reparacije bile od velikog značaja jer je, kao što je već spomenuto u ranijim poglavljima, Jugoslavija imala poteškoće sa privlačenjem stranog kapitala pa je svaki izvor deviza bio dragocjen. No isprva su Jugoslaviji njemačke reparacije isplaćivane u materijalu a ne gotovini, pa je Jugoslavija do 1927. od Njemačke ukupno dobila materijal u vrijednosti od 495,23 milijuna zlatnih maraka što je otprilike iznosilo 6,6 milijardi stabiliziranih dinara. Od 1928. su joj reparacije isplaćivane uglavnom u gotovini, te je do 1931. Jugoslavija ukupno naplatila 64,4 milijuna zlatnih maraka iz reparacija, odnosno oko 850 milijuna dinara (Tomašević 1932, 60). Iz toga se vidi da je u materijalu i gotovini Jugoslaviji isplaćeno 7,45 milijardi od oko 87 milijardi dinara na koje je Jugoslavija polagala pravo. Ako primjerice usporedimo da iznos prosječne godišnje rate reparacija od oko jednu milijardu dinara sa državnim prihodima za proračunsku godinu 1930/31. (12,9 milijarde dinara), vidi se da su reparacije činile oko 7,7 ukupnih prihoda (Vidi Ministarstvo Finansija, 30).¹⁰¹ Koliko je bio značaj reparacija govori i činjenica da je 1928. Jugoslavija za 1,2 milijarde dinara kredita švedskom trustu morala ustupiti državni monopol šibica (____ 1935, 222). Stoga Nikolić ističe da su tokom 1920tih reparacije "bile najvažnije stavke platnog bilanca Kraljevine SHS" (Nikolić 2003, 158).

No iako je Jugoslaviji priznato pravo na reparacije te dionice BISa, Beograd se na te dionice nije odmah mogao uknjižiti. Razlog tome bio je statut BISa (st. 2, čl 7) u kojem je stajalo da će banka odobriti upis dionica samo onim zemljama "čije valute, po mišljenju upravnog odbora banke, zadovoljavaju praktične kriterije zlatnog ili zlatno deviznog standarda" (Traylor 1930, 3). Budući da jugoslavenski dinar nije bio zakonski stabiliziran, Jugoslavija unatoč *de facto* stabilnoj valuti nije zadovoljavala taj uvjet.¹⁰² To je u svom prvom izvješću potvrdilo i BIS te je najavljeno da će Jugoslavija i Portugal dobiti pravo na upis dionica "čim valute ovih zemalja budu zakonski stabilizirane" (____ 1931, 2). S obzirom na značaj reparacija za Jugoslaviju ne treba dakle čuditi da je Kraljevska vlada uzela zahtjeve BISa u obzir, što potvrđuju izjave brojnih istaknutih pojedinaca koji su radili na zakonskoj stabilizaciji. Sam ministar Švrljuga istaknuo je na spomenutoj sjednici Ministarskog savjeta u svibnju 1931. da je zakonska stabilizacija potrebna ne

101 U proračunskoj godini 1928/29. taj postotak je bio 1,86, a 1929/30. 1,84 (____ 1938, 30.)

102 Narodna Banka Jugoslavije se na tu odluku BISa žalila tvrdeći da bi ona kao središnja banka države na koju reparacije imaju velik utjecaj trebala biti izuzeta od spomenutog članka 7 BISovog statuta (Toniolo & Clement 2005, 506-507). No to nije pomoglo, te je Jugoslavija postala dioničar BISa tek nakon što je provela zakonsku stabilizaciju dinara.

samo zbog definitivnog rješavanja dinarskog pitanja već i "zbog našeg položaja u Međunarodnoj banci [BIS]" (Zapisnici SMS, 04.05.1931, 306).

Nakon što je Zakon o Novcu proglašen, Narodna Banka stupila je u kontakt sa BISom te obavijestila banku da su ispunjeni svi uvjeti za upis dionica, što je u svom odgovoru direktor BISa i potvrdio 24. lipnja 1931. (Gnjatović 2006, 37). Time je Kraljevina Jugoslavija postala dioničarom BISa te je na temelju toga Dragana Gnjatović ustvrdila da je osiguranje jugoslavenskog udjela u dionicama BISa te njemačkim reparacijama bio jedan od glavnih razloga zašto se 1931. pristupilo stabilizaciji dinara (Gnjatović 2006, 40). U prilog tome govore i natpisi u tisku koji su naglašavali da Jugoslavija neće dobiti svoj udio u BISu tako dugo dok zakonski ne stabilizira dinar (Privredni Pregled, 11.12.1930). No pri tome valja biti oprezan i razlikovati dionice BISa od njemačkih reparacija. Iako se Jugoslavija nije mogla upisati kao dioničar BISa tako dugo dok nije zakonski stabilizirala dinar, to ne znači da je zbog toga bila isključena iz njemačkih reparacija na koje je imala pravo. To potvrđuje i činjenica da je Kraljevini Jugoslaviji u prvoj godini poslovanja banke od lipnja 1930. do svibnja 1931, dakle u periodu kad Kraljevina Jugoslavija još nije bila uvela zlatni standard, od njemačkih reparacija pripalo oko 76 milijuna njemačkih maraka (_____ 1931, Dodatak 6). Stoga se ne može tvrditi da je Kraljevina Jugoslavija bila prisiljena uvesti zlatni standard kako bi osigurala svoj udio u njemačkim ratnim reparacijama.

Unatoč tome ne može se zaniijekati važnost koju je rješavanje odnosa sa BISom očigledno imalo za jugoslavensku vladu pa se stoga može zaključiti da je to svakako bio jedan od čimbenika koji su potakli Jugoslaviju da što brže uvede zlatni standard. Budući da je članstvo u BISu bilo uvjetovano uvođenjem zlatnog standarda ovo je svakako jedan primjer utjecaja institucija na uvođenje zlatnog standarda. No uloga BISa sama po sebi ne može objasniti zašto se sa zakonskom stabilizacijom čekalo do 1931., štoviše na temelju argumenata iz prijašnjih poglavlja može se zaključiti da je ideja o stabilizaciji dinara formirana niz godina prije nego što je BIS uopće osnovana. Stoga, iako se zakonska stabilizacije dinara nikako ne može svesti na političku odluku koju je BIS nametnula Kraljevini Jugoslaviji, BIS je zasigurno učvrstila jugoslavensku vladu u odluci da pošto poto provede zakonsku stabilizaciju 1931.

4.3.2 Diktatura i zakonska stabilizacija

Za kraj još preostaje preispitati koliki je utjecaj na proces zakonske stabilizacije imala promjena političkog uređenja i uvođenje diktature 1929. Neuspjeh pokušaj zakonske stabilizacije dinara pod ministrom Markovićem pokazao je da je pored vanjskopolitičkih prepreka za sprečavanje uvođenja zlatnog standarda od velike važnosti bilo snažno unutarnjopolitičko

protivljenje međunarodnom stabilizacijskom kreditu. Kao što je već navedeno u ranijim poglavljima, tomu se tokom čitave 1928. oštro protivila Seljačko Demokratska Koalicija (SDK) predvođena Stjepanom Radićem, pa je čitavo pitanje inozemnog kredita u hrvatskom dijelu monarhije preraslo u veliku kontroverzu. Ministra Markovića se prozivalo da nije financijski stručnjak i da je način na koji misli provesti stabilizaciju već odbačen u zemljama poput Francuske i Belgije (Narodni Val, 4.05.1928, 1). Pritom se stabilizacijski zajam kritiziralo s jedne strane zbog nepovoljnih zahtjeva koji su se Jugoslaviji postavljali kao preduvjet od strane Rotschildove grupe, te s druge strane zbog nepovjerenja hrvatskih gospodarstvenika i političara da će se sredstva iz tog kredita "pravedno podijeliti na sve krajeve" (Večernja posta, 10.04.1928, 1). Kako bi izgladila odnose Kraljevske Vlade sa Zagrebom, početkom travnja organizirana je konferencija predstavnika svih privrednih udruženja Hrvatske i Slavonije koju je sazvao predsjednik Zagrebačke trgovačke komore i blizak prijatelj Velje Vukičevića, Vladimir Arko, a na kojoj su prisustvovali članovi Kraljevske Vlade uključujući ministra financija Markovića (Narodni Val, 6.04.1928, 8).

U pripremi za konferenciju hrvatski gospodarstvenici izdali su memorandum u kojem se tražilo da Kraljevska Vlada prestane sa sustavnim zanemarivanjem hrvatskih krajeva, da se ukine "regionalno-hegemonistički [centralizam] koji dolazi iz Srbije" te vezano uz stabilizacijski zajam, da se unaprijed odredi na što će on biti potrošen, kako ga se kasnije nebi zloupotrijebilo (Nova Evropa, Knjiga 17, 291-292; Jugoslavenski Lloyd, 5.04.1928, 1). No iako je konferencija trebala osigurati podršku hrvatskih krajeva planiranom inozemnom kreditu, ona je imala suprotni efekt pa novine javljaju "Vlada koja je u Zagrebu tražila prečansku legitimaciju za zajam morala je detektivima odstranjivati učesnike konferencije" (Večernja Pošta, 10.04.1928, 2). U svom govoru ministar Marković nastojao je prikazati zakonsku stabilizaciju dinara kao preduvjet reformi za "konačno i definitivno skidanje s dnevnog reda svih problema" te kao način da se ozakoni povjerenje u stabilnost dinara (Jugoslavenski Lloyd, 5.04.1928, 3). No iako je priznao da su prethodne vlade učinile "strašne greške", te naglasio da ih trenutna vlada nastoji ispraviti uz pomoć stabilizacijskog zajma kojim će se nabaviti sredstva za "oživljavanje privrede", njegov je govor kontinuirano prekidano burnim povcima prisutnih članova SDK pa je čitava konferencija u konačnici morala biti prekinuta, a pokušaj vlade da se dodvori hrvatskim gospodarstvenicima je propao (Večernja Pošta, 10.04.1928, 2).

Međutim, SDK je samo održavanje konferencije iskoristila za novinsku kampanju protiv Vukičevićeve vlade optuživši je da uz pomoć "predstavnika vulgarnog kapitalizma i raznih prečanskih karijerista" u Hrvatskoj pokušava osnovati novu stranku, koja bi Kraljevskoj Vladi mogla osigurati potporu pri zaključenju inozemnog kredita (Fogelquist 2011, 703; Narodni Val,

7.04.1928). Otpor SDK zajmu na kraju je eskalirao do te mjere da je Stjepan Radić zaprijetio Beogradu da će ukoliko se sklopi najavljivani zajam s Rotschildima SDK napustiti Narodnu Skupštinu (Vidi Narodni Val, 16.05.1928, 1-2). Percepcija zajma u javnosti dodatno je narušena time što se Vukičevićevu vladu optužilo da stabilizacijskim zajmom provodi velikosrpsku politiku te da njime nastoji "učvrstiti ideju Velike Srbije" a Hrvatsku i sve prečanske krajeve zadužiti "barem na pedeset godina" time što skoro polovicu zajma namjerava iskoristiti za otplatu srpskih predratnih dugova (Narodni Val 23.05.1928, 3). Štoviše zajam se po novinama povlačilo u kontekstu ratifikacije Nettunskih konvencija, što je također izazvalo burnu reakciju u hrvatskoj javnosti (Narodni Val, 26.05.1928, 1).

Unatoč pokušajima vlade da utišaju Radićevu kampanju protiv zajma, SDK je cijelu kontroverzu iskoristila da pojača napade na Kraljevsku Vladu koju je u svojim novinama počela nazivati "Zajmovna vlada" te optužili da će za potrebe zajma "založiti našu državu i znači predati sav naš narod da kuluči i da robuje Rotschildu i Blairu" (Narodni Val, 18.04.1928). Time je stabilizacijski zajam uskoro postao "jedno od glavnih pitanja za oporbu" što je vladi otežalo njegovo sklapanje (Narodni Val, 27.04.1928). No to ne mora nužno značiti da je to bio presudan razlog zašto je vlada na kraju ipak odgodila zakonsku stabilizaciju. Kao što se vidi iz prethodnih poglavlja, čak i da je unutarnjopolitička situacija u Jugoslaviji i bila bolja, do sklapanja zajma zbog francuskog protivljenja vjerojatno svejedno nebi došlo. Unatoč tome stoji da je kontroverza oko zajma pogoršala unutarnjopolitičke prilike te oslabila poziciju Kraljevske Vlade u pregovorima s Rotschildom, što je priznao i sam ministar Marković (Jugoslavenski Lloyd, 20.07.1928, 4).

Tri godine kasnije, uoči zakonske stabilizacije situacija je bila podosta drugačija. Narodna Skupština bila je raspuštena, kralj je vladao putem ukaza a kritičkih natpisa u glasilu SDK više nije bilo. Uvođenjem diktature kralj je postao jedini zakonodavac u zemlji te je zabranjeno izlaženje bilo kakvog političkog tiska (Špelec 2016, 86). Izmjenama i dopunama zakona o štampi iz 1925, koje su stupile na snagu uvođenjem šestosiječanjske diktature, novinama je strogo zabranjeno pisati išta što bi se moglo shvatiti kao "uvredu Vladaoca i članova Kraljevskog doma", a Ministarstvo Unutrašnjih poslova dobilo je ovlasti da zabranjuje daljnje izlaženje novina koje se ogriješe o ovaj zakon (Službene Novine, 11.01.1929, 56-57). Tisak je pritom prolazio kroz cenzuru te je svaki primjerak novina prije tiskanja morao dobiti odobrenje nadležnih vojnih ili policijskih ovlasti (Protega 2016, 140). Time je efektivno onemogućena kritika režima, te je postrožena državna kontrola medija.

U tom kontekstu ne čudi da pred stabilizaciju 1931. jugoslavenske novine nisu bile pune kritika na račun Kraljevske Vlade, već se o zakonskoj stabilizaciji uglavnom da i nije pisalo. Tome

se može i zahvaliti ministru Švrljugi koji je kad su ga pitali o stabilnosti dinara rekao da on smatra da se u novinama o dinaru nebi trebalo pisati jer "najčestitija je ona devojka, o kojoj se u selu najmanje govori" (Privredni Pregled, 6.01.1929, 8). Ujedno dakle ne iznanađuje ni to da su nakon uvođenja dinara novine bile pune hvalospjeva o tom velikom uspjehu režima kralja Aleksandra. No diktatura je imala poticajan utjecaj na zakonsku stabilizaciju ne samo zbog toga što je iz novina odstranila negativni publicitet koji se uz nju vezao, već stoga što je omogućila kralju Aleksandru da ju sprovede bez velikih unutarnjopolitičkih prepreka. Što se prije svega moglo vidjeti na primjeru reformi financija koje je režim relativno brzo proveo te na tome da je u prvih godinu dana diktature doneseno više akata nego li tokom prethodne četiri godine (Tomašević 1935, 24).

5.0 Zaključak

Iako je zlatni standard u Kraljevini Jugoslaviji bio vrlo kratkog trajanja on nam pokazuje da su i ovi krajevi pratili onodobne monetarne trendove te da je 1931. iako tek na nekoliko mjeseci Jugoslavija postala dio elitnog kluba valuta vezanih uz zlato. Ova epizoda iz ekonomske povijesti također nam objašnjava širi ekonomski kontekst izazova s kojima je Kraljevina Jugoslavija bila suočena tokom razdoblja šestosiječanjske diktature te Velike Depresije. Ovim radom nastojao sam analizirati period zakonske stabilizacije i zlatnog standarda u Jugoslaviji iz političke i ekonomske perspektive te obuhvatiti što više različitih čimbenika koji su na nju utjecali. Nažalost zbog vremenskog i prostornog ograničenja ovog rada nisam svima mogao posvetiti jednako puno pažnje, već sam se usredotočio na analizu manje poznatih aspekata uvođenja zlatnog dinara.

Tu prije svega mislim na snagu zlatnog standarda kao ideje te na vanjskopolitičke utjecaje, koji su u literaturi o zlatnom dinaru gotovo u potpunosti zanemareni. To je ujedno i razlog zašto je težište ovog rada bilo ne toliko na ekonomskim koliko na političkim razlozima zakonske stabilizacije. Od dostupne literature, autori poput Dragane Gnjatović, Gorana Nikolića te Vasilija Grivčeva napisali su vrlo iscrpne i informativne studije o ovoj temi, no svo troje ju je obradilo sa jedno čisto ekonomskog gledišta. Stoga je jedan od glavnih doprinosa ovog rada analiza političkih motiva koji su vodili jugoslavenski državni vrh u odluci da se dinar stabilizira u ljeto 1931.

Na temelju analize u prethodnim poglavljima može se zaključiti da je na odluku da se dinar zakonski stabilizira utjecao čitav niz čimbenika, koje se može podijeliti u dvije glavne grupe. U prvu grupu spadaju oni koji nam mogu pomoći razumjeti originalnu motivaciju koja je potakla proces zakonske stabilizacije dinara. Pri tome u prvom redu mislim na snagu i privlačnost zlatnog standarda kao monetarnog sustava, koji je kao što sam pokazao nakon Prvog Svjetskog Rata još uvijek bio dominantna monetarna doktrina. Povjerenje koje se uz njega povezivalo potaklo je niz zemalja da ga obnove tokom 1920tih što je vršilo određeni pritisak na zemlje sa još nestabiliziranom valutom da ga također uvedu. Štoviše, zlatni standard je služio kao svojevrsni pečat izvrsnosti, koji je omogućavao državama da dokažu svoju sposobnost vođenja zdrave fiskalne politike te im time olakšao pristup međunarodnom tržištu kapitala. Sve je to zasigurno utjecalo na jugoslavenske vlastodršce sredinom 1920tih da počnu s pripremama za zakonsku stabilizaciju. No iako nada u ekonomske prednosti uvođenja zlatnog standarda može objasniti odluku da ga se uvede, čimbenici poput utjecaja zlatnog standarda kao ideje ili prednosti uvođenja tog monetarnog sustava s obzirom na niz drugih zemalja koje su ga također koristile, ipak ne mogu objasniti zašto je do

stabilizacija došlo baš u ljeto 1931. a ne tri godine ranije kada je također već postojala volja vladajućih krugova da se ona provede.

Kako bi se na to pitanje moglo dati odgovor, potrebno je analizirati drugu grupu čimbenika u koje spadaju raznovrsni interesi unutarnjo- i vanjskopolitičkih aktera, i to prije svega interesi kralja Aleksandar i njegovog režima, te interesi zemalja poput Francuske i Velike Britanije koje su se borile za utjecaj u Jugoslaviji. Pomoću vanjskopolitičkih igara koje su pridonijele stalnom odgađanju zakonske stabilizacije možemo objasniti zašto je ona provedena tako kasno, iako je većina drugih europskih zemalja uvela zlatni standard do 1928. Pri tome je važno razumjeti važnost koju je međunarodni stabilizacijski kredit Jugoslaviji imao za zemlje poput Francuske i Velike Britanije koje su se borile za utjecaj na zapadnom Balkanu. Istovremeno promjena političkog sustava u zemlji može objasniti zašto su nakon 1929. ubrzane pripreme za zakonsku stabilizaciju te zašto je ona 1931. za razliku od 1928. provedena bez velikog političkog otpora u zemlji. Na odluku da se od zakonske stabilizacije ne odustane unatoč pogoršanja ekonomskih prilika tokom 1931. zasigurno je utjecalo to što je stabilizacija predstavljana kao jedan od glavnih prioriteta vlade te da bi se njeno ponovno odgađanje moglo nepovoljno odraziti na reputaciju režima kralja Aleksandra. Želja da se uredi odnosi sa BISom te osigura jugoslavenski položaj u toj banci, išla je ruku uz ruku sa ciljem da Jugoslavija uđe u klub država sa "zlatnim valutama" koje su već postale dioničarima banke.

Stoga iako ekonomske prednosti zlatnog standarda mogu objasniti odluku da se dinar zakonski veže uz tu kovinu, za objašnjenje načina i trenutka u kojem je zakonska stabilizacija konačno provedena puno veću eksplikatornu vrijednost pružaju političke prilike u kojima se Kraljevina Jugoslavija tada nalazila. U konačnici, zlatni standard u Jugoslaviji ne može se promatrati van europskog konteksta, jer tek kad shvatimo motivaciju koju je većina europskih zemalja imala da obnove ovaj monetarni sustav, postaje jasno da je monetarna politika u Jugoslaviji umnogome pratila suvremene tendencije u Europi. Time se naizgled nepromišljeno dovršenje zakonske stabilizacije usred krize 1931. može objasniti kao rezultat spleta spomenutih političkih čimbenika koji su onemogućili njeno ranije provođenje.

6.0 Bibliografija

PRIMARNI IZVORI

1. _____ (1931): *Bank für internationalen Zahlungsausgleich: Erster Jahresbericht über das am 31. März abgelaufene Geschäftsjahr*. Basel.
2. _____ (1932): *Bank für internationalen Zahlungsausgleich: Zweiter Jahresbericht (1. April 1931 – 31. März 1932)*. Basel.
3. Avramovski, Željko (1986): *Britanci o Kraljevini Jugoslaviji: Godišnji izveštaji Britanskog poslanstva u Beogradu 1921-1928: Knjiga Prva (1921-1930)*. Arhiv Jugoslavije, Globus Zagreb.
4. Avramovski, Željko (1986): *Britanci o Kraljevini Jugoslaviji: Godišnji izveštaji Britanskog poslanstva u Beogradu 1921-1928: Knjiga Druga (1931-1938)*. Arhiv Jugoslavije, Globus Zagreb.
5. Dimić, Ljubodrag; Nikola Žutić, Blagoje Isailović (2002): *Zapisnici sa sednica Ministarskog saveta Kraljevine Jugoslavije 1929-1931*. Službeni list SRj; Arhiv Jugoslavije.
6. Hrvatski List
Br. 133 (16.05.1931), Br. 132 (15.05.1931), Br. 130 (13.05.1931), Br. 129 (12.05.1931), Br. 126 (09.05.1931).
7. Jugoslavenski Lloyd
1930
Br. 231 (09.10.1930), Br. 172 (29.07.1930), Br. 158 (13.07.1930), Br. 96 (26.04.1930), Br. 82 (09.04.1930).

1928
Br. 284 (12.12.1928), Br. 282 (09.12.1928), Br. 268 (23.11.1928), Br. 262 (16.11.1928), Br. 256 (09.11.1928), Br. 248 (30.10.1928), Br. 189 (21.08.1928), Br. 158 (14.07.1928), Br. 154 (10.07.1928), Br. 148 (03.07.1928), Br. 146 (28.06.1928), Br. 145 (27.06.1928), Br. 127 (05.06.1928), Br. 118 (24.05.1928), Br. 106 (09.05.1928), Br. 101 (03.05.1928), Br. 86 (14.04.1928), Br. 85 (13.04.1928), Br. 83 (11.04.1928), Br. 80 (05.04.1928), Br. 79 (04.04.1928), Br. 53 (04.03.1928), Br. 33 (10.02.1928), Br. 32 (09.02.1928), Br. 30 (07.02.1928), Br. 6 (10.01.1928).

1927
Br. 10 (14.01.1927).

1926
Br. 292 (24.12.1926), Br. 247 (30.10.1926), Br. 204 (10.09.1926), Br. 189 (22.08.1926).

1925

Br.10 (05.05.1925), Br. 37 (15.02.1925), Br. 21 (28.01.1925), Br. 20 (27.01.1925), Br. 7 (11.01.1925), Br. 6 (10.01.1925), Br. 1 (01.01.1925).

8. Jutarnji List

Br. 6924 (14.05.1931), Br. 6923 (13.05.1931), Br. 6922 (12.05.1931).

9. Narodno Blagostanje

Br. 21 (23.05.1931), Br. 20 (16.05.1931).

10. Narodni Val

Br. 122 (26.05.1928), Br. 119 (23.05.1928), Br. 114 (16.05.1928), Br. 104 (4.05.1928), Br. 102 (1.05.1928), Br. (27.04.1928), Br. 91 (18.04.1928), Br. 83 (7.04.1928), Br. 82 (6.04.1928).

11. Privredni Pregled

1931

Br. 25 (21.06.1931), Br. 21 (24.05.1931).

1930

Br. 51 (11.12.1930), Br. 28 (20.07.1930).

1929

Br. 37 (08.09.1929), Br. 30 (21.07.1929), Br. 29 (14.07.1929), Br. 19 (05.05.1929), Br. 18 (28.04.1929), Br. 14 (31.03.1929), Br. 10 (03.03.1929), Br. 9 (24.02.1929), Br. 3 (13.01.1929), Br. 2 (06.01.1929), Br. 1 (01.01.1929).

12. Službene novine Kraljevine Srba, Hrvata i Slovenaca/ Kraljevine Jugoslavije

Br. 239 (13.10.1931): *Pravilnik o regulisanju prometa devizama i valutama.*

Br. 137. (20.06.1931): *Zakon o Narodnoj Banki Kraljevine Jugoslavije.*

Br. 107. (14.05.1931): *Zakon o odobrenju međunarodnog stabilizacijskog zajma u zlatu, 7%, od 1931. godine.*

Br. 232 (04.10.1929): *Zakon o nazivu i podeli Kraljevine na upravna područja.*

Br. 9-IV (11.01.1929): *Zakon o izmenama i dopunama zakona o štampi od 26. augusta 1925. godine.*

Br. 162 (23.07.1921): *Zakon o Narodnoj Banci Kraljevstva Srba, Hrvata i Slovenaca od 26 januara 1920. sa njegovim izmenama i dopunama od 9 decembra 1920 i 19 aprila 1921 dog.*

Br. 22. (31.01.1920): *Zakon o Narodnoj Banci Kraljevstva Srba, Hrvata i Slovenaca.*

13. Traylor, Melvin A. (1930): *Bank for international settlements: Documents.* Published by the First National Bank of Chicago and First Union Trust and Savings Bank.

14. Večernja pošta

Br. 2226 (24.11.1928), Br. 2123 (25.7.1928), Br. 2119 (20.07.1928), Br. 2118 (19.07.1928), Br. 2099 (27.06.1928), Br. 2083 (12.06.1928), Br. 2073 (28.05.1928), Br. 2070 (24.05.1928), Br. 2052 (3.05.1928), Br. 2035 (12.04.1928), Br. 2033 (10.04.1928), Br. 2019 (23.03.1928), Br. 1980 (7.02.1928).

SEKUNDARNI IZVORI

1. _____ (1938): *Ministarstvo financija Kraljevine Jugoslavije: 1918-1938*. Beograd: Ministarstvo financija.
2. _____ (1935): *Narodna banka: 1884-1934*. Narodna banka.
3. Aleksić, Vesna (2010): *Udruženje banaka Beograd i srpska finansijsko-politička elita između dva svetska rata*. In *Bankarstvo*. Vol. 5-6, 70-94.
4. Beine, Gerrit (2013): *The Gold Standard: Theory, History, and Renaissance*. GRIN Verlag.
5. Belin, Ivo (1930): *Zvanične izjave o kreditnoj politici Narodne Banke*. Tiskano kao rukopis.
6. Belin, Ivo (1924): *Problemi naše valute: studija za sanaciju naše privredne krize*. Zagreb: Nova Evropa.
7. Bernanke, Ben S. (1992): *The world on a cross of gold: A review of Golden fetters: The gold standard and the great depression. , 1919-1939*. In *Journal of Monetary Economics*. Vol 31, 251-267.
8. Bičanić, Rudolf (1938): *Ekonomska pozadina hrvatskog pitanja*. Zagreb izdavač Dr. Vlatko Maček.
9. Boarov, Dimitrije (1997): *Apostoli srpskih financija*. Beograd, Stubovi kulture.
10. Bonner, Bill (10.07.2016): *Alan Greenspan wants the US to go back on the gold standard*. (<http://www.businessinsider.com/alan-greenspan-wants-the-us-to-go-back-on-the-gold-standard-2016-7?IR=T>, zadnji puta pristupljeno 13.02.2018).
11. Bordo, Michael D; Finn E. Kydland (2005): *The gold standard as a rule* in Barry Eichengreen (2005): *Gold Standard in Theory and History*. Routledge.
12. Bordo, Michael D (2005): *The Gold Standard and Related Regimes: Collected Essays*. Cambridge University Press.
13. Bordo, Michael D; Michael Edelstein; Hugh Rockoff (1999): *Was adherence to the gold standard a „good housekeeping seal of approval“ during the interwar period?* In *NBER Working Papers Series*. No. 7186. 1-46.
14. Bordo, Michael D; Anna J. Schwartz (Edit.) (1984): *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1921-1931*. University of Chicago Press.
15. Robert (2009): *The Great Interwar Crisis and the Collapse of Globalization*. Palgrave MacMillan.
16. Brand, Ulrich (2013): *State, context and correspondence: Contours of a historical-materialis policy analysis*. In *Österreichische Zeitschrift für Politikwissenschaften*, Vol. 42, No. 4, 452-442.
17. Bryan, Steven (2010): *The Gold Standard at the Turn of the Twentieth Century: Rising Powers, Global Money, and the Age of Empire*. Columbia University Press. Chown, John (2003): *A History of Monetary Unions*. Routledge.
18. Čičin-Šain, Ante (1967): *Devizni režim i konvertibilnost dinara*. Ekonomski institut : Naučno-istraživački centar Ekonomskog fakulteta Zagreb.

19. Clissold, Stephen (1966): *A short history of Yugoslavia: from early times to 1961*. Cambridge University Press.
20. Collier, David (2011): *Understanding Process Tracing*. in *Political Science and Politics*, Vol. 44, Br. 4, 823-830.
21. Conti, Marco (2013): *Il gold standard: storia della convertibilità aurea della moneta 1821-1971*. Tesi di laurea.
22. Čulinović, Ferdo (1961.): *Jugoslavija između dva rata*. In Vaso Bogdanov (Edit.): *Izdanja Histo­rijskog Instituta Jugoslavenske Akademije Znanosti i Umjetnosti u Zagrebu*. Vol. 2, 1-340.
23. Cvetković, Vladimir Lj. (2006): *Ekonomski odnosi Jugoslavije i Francuske 1918-1941*. Institut za noviju istoriju Srbije.
24. Daudin, Guillaume (2010): *Quantitative Methods and Economic History*. In *Documenti de travail de OFCE*. No. 2010-15, 5-22.
25. De Cecco, Marcello (1984): *The International Gold Standard: Money and Empire*. Frances Pinter London.
26. Dimitrova, Kalina; Luca Fantaxxi; Coskun Tuncer (*): *Monetary policy in Southeast Europe in the transition from bimetalism to the gold standard*. Bulgarian National Bank, Bocconi University and London School of Economics. 1-32.
27. Dowd, Kevin; Richard Henry Timberlake (1998): *Money and the Nation State: The Financial Revolution, Government and the World Monetary System*. Transaction Publishers.
28. Dvornik, Ivo (1971): *Novac i novčana politika*. Rijeka.
29. Eichengreen, Barry (2015): *Hall of Mirrors: The Great Depression, The Great Recession and the uses – and misuses – of history*. Oxford University Press.
30. Eichengreen, Barry (2014): *Remarks*. (media.hoover.org/sites/default/files/documents/2014EichengreenRemarks.pdf, zadnje pristupljeno, 10.02.2018).
31. Eichengreen, Barry (2014): *Methodology of economic history as an approach to assessing monetary policy*. In *Journal of Economic Dynamics and Control*. Vol. 49, 154-155.
32. Eichengreen, Barry (2011): *Exorbitant privilege: The Rise and Fall of the Dollar*. Oxford University Press.
33. Eichengreen, Barry; Marc Flandreau (2005): *The gold standard in theory and history*. Routledge London and New York.
34. Eichengreen, Barry; Jamie Reis, Jorge Braga de Macedo (2005): *Currency Convertibility: The gold standard and beyond*. Routledge Explorations in Economic History.
35. Eichengreen, Barry (2003): *Capital flows and crisis*. The MIT Press.
36. Eichengreen, Barry (1996): *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. Oxford University Press.
37. Eichengreen, Barry (1990): *Elusive stability: Essays in the History of International Finance 1919-1939*. Cambridge University Press.
38. Eichengreen, Barry; Jeffrey Sachs (1985): *Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s*. In *Journal of Economic History*. Vol. 155, No. 4, 925-946.
39. Feinstein, Charles H. (1995): *Banking, Currency and Finance in Europe Between the Wars*. Clarendon Press – Oxford.
40. Fischer, Frank; Gerald J. Miller, Mara S. Sidney (2007): *Handbook of Public Policy Analysis: Theory, Politics and Methods*. CRC Press.

41. Flandreau, Marc; Carl-Ludwig Holtfrerich; Harold James (Edit.) (2003): *International Financial History in the Twentieth Century: System and Anarchy*. Cambridge University Press.
42. Flandreau, Marc (2003): *The Glitter of Gold: France, Bimetallism, and the Emergence of the International Gold Standard, 1848-1873*. Oxford University Press.
43. Fogel, Robert William (1967): *The Specification Problem in Economic History*. In *The Journal of Economic History*. Vol. 27, No. 3, 283-308.
44. Fogelquist, Alan (2011): *Politics and Economic Policy in Yugoslavia, 1918-1929*. Global Geopolitics Net.
45. Friedman, Milton; Anna Jacobson Schwartz (2009): *The Great Contraction, 1929-1933*. Princeton University Press.
46. Friedman, Milton (1992): *Money Mischief: Episodes in Monetary History*. Harcourt Brace Jovanovich Publishers.
47. Gallarotti, Giulio M. (1995): *The anatomy of an international monetary regime: The classical gold standard 1880-1914*. Oxford University Press.
48. Gnjatović, Dragana; Vesna Aleksić (2011): *Rescuing Agricultural and Banking Sector from Collapse: Agricultural Debt Consolidation in Yugoslavia 1932-1936*. In *Industrija*. Vol. 2, 284-297.
49. Gnjatović, Dragana (2008): *Foreign Exchange Policy in the Kingdom of Yugoslavia during and after the Great Depression*. in *The Experience of Exchange Rate Regimes in Southeastern Europe in a Historical and Comparative Perspective*. Second Conference of South-Eastern European Monetary History Network (SEEMHN). 330-349.
50. Gnjatović, Dragana (2007): *Politika stabilizacije deviznog kursa dinara za vreme velike svetske ekonomske krize*. In *Megatrend revija: Međunarodni časopis za primenjenu ekonomiju*. Vol. 4, No. 1, 31-49.
51. Gnjatović, Dragana (2006): *Sto in en dan dinarske konvertibilnosti med svetovnim vojnama/The one Hundred and One Days of the Dinar Convertibility between the Two World Wars*. u *Prispevki za novejšo zgodovino*. Vol. 46, No. 2, 27-41.
(sistory.si/publikacije/prenos/?target=pdf&urn=SISTORY:ID:1397)
52. Gnjatović, Dragana (1991): *Stari državni dugovi: Prilog ekonomskoj i političkoj istoriji Srbije i Jugoslavije, 1862.-1941*. Beograd: Ekonomski institut jugoslovenski pregled.
53. Grivčev, Vasil (1986): *Kurs jugoslovenskog dinara: Kurs i politika kursa jugoslovenskog dinara od 1918. do 1986. godine*. Novi Sad: Dnevnik.
54. Gourevitch, Peter Alexis (1986): *Politics in Hard Times: Comparative Responses to International Economic Crises*. Cornell University Press.
55. Hall, Peter A. (1997): *The Role of Interests, Institutions and Ideas in the Comparative Political Economy of the Industrialized Nations*. in Mark Irving Lichbach, Alan S. Zuckerman (Ur.): *Comparative Politics: Rationality, Culture, and Structure*. Cambridge University Press.
56. Hayek, Friedrich August von (1976). *Denationalisation of Money: The Argument Refined*. Ludwig von Mises Institute.
57. Hein, Dieter; Klaus Hildebrand, Andreas Schulz (2006): *Historie und Leben: Der Historiker als Wissenschaftler und Zeitgenosse: Festschrift für Lothar Gall*, Walter de Gruyter.
58. Hercigonja, Dunja (1987): *Velika Britanija i spoljnopolitički položaj Kraljevine Jugoslavije 1929-1933*. Institut za suvremenu istoriju.

59. Herrmann, Heinz; David Mayes, Geoffrey E Wood (2009): *Designing Central Banks*. Routledge.
60. Hesse, Jan-Otmar (2015): *Historical Schools of Economic History in Germany and Austria, Legacy and Global Diffusion*. In Francesc Boldiyonni; Pat Hudson (Edit.): *Routledge Handbook of Global Economic History*.
61. Hinić, Branko; Milan Stojić; Ljiljana Đurđević (2010): *Monetary policy in the Kingdom of Yugoslavia during the Great Depression (1929-1934)*. In *Monetary policy during economic crisis: A comparative and historical perspective*. Fifth Annual SEEMHN Conference, Istanbul (04.2010). 123-142.
62. Hribar, Dragutin (1930): *Pitanje stabilizacije dinara odnosno uvođenje zlatne valute*. u (Ur.) Ljubomir Kosier: *Valutna reforma u Jugoslaviji*. 44-45.
63. Kemmerer, Edwin Walter (2009): *Gold and the Gold Standard: The Story of Gold Money, Past Present and Future*. Ludwig von Mises Institute.
64. Kolar-Dimitrijević, Mira (2013): *Povijest novca u Hrvatskoj od 1527. do 1941. godine*. Zagreb.
65. Kolar-Dimitrijević, Mira (2009): *Bankar i politika: Ljubomir St. Kosier (Bjelovar 1890-Zagreb 1939)*. Rijeka: Centar za povijesna istraživanja "Mira Kolar-Dimitrijević".
66. Kosier, Lj. St. (Urednik) (1930-1931): *Valutna reforma u Jugoslaviji 1930-1931*.
67. Kršev, Boris N. (2012): *Monetarna politika i problem unifikacije novca u Kraljevini Srba, Hrvata i Slovenaca (1918-1923)*. In *Civitas*. Vol. 3. 113-125.
68. League of Nations (1944): *International Currency Experience: Lessons of the Inter-war Period*. Series of League of Nations Publications.
69. Marković, Bogdan C. (1926): *Državne financije i novčana reforma: Privredna i financijska studija novčanog problema*. Beograd: Vreme.
70. Marković, Jovan T. (1930): *Zakonsko uređenje naše monete*. u (Ur.) Ljubomir Kosier: *Valutna reforma u Jugoslaviji*. 22-25.
71. Marković, Lazar (1930): *Načelne napomene o stabilizaciji dinara*. u (Ur.) Ljubomir Kosier: *Valutna reforma u Jugoslaviji*. 15-17.
72. Marković, Vlada T. (1925): *Deflaciona valutna politika*. Beograd: Štampa „Mlada Srbija“.
73. Matković, Hrvoje (2003): *Povijest Jugoslavije (1918-1991-2003)*. Zagreb: Naklada P.I.P. Pavičić.
74. McGillivray, Fiona (2001): *International Trade and Political Institutions: Instituting Trade in the Long Nineteenth Century*. Edward Elgar Publishing.
75. Meltzer, Allan H. (2010): *A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913-1951*. University of Chicago Press.
76. Mirković, Mijo (1958): *Ekonomska historija Jugoslavije*. Zagreb: Ekonomski pregled.
77. Mirković, Mijo (1952): *Ekonomska struktura Jugoslavije 1918.-1941*. Zagreb: Izdavačko poduzeće „Školska knjiga“.
78. Mirković, Mijo (1944): *O rješavanju novčanog problema*.
79. Moure, Kenneth (2002): *The Gold Standard Illusion: France, The Bank of France, and the International Gold Standard 1914-1939*. Oxford University Press.
80. Nikolić, Goran (2003): *Kurs dinara i devizna politika Kraljevine Jugoslavije 1918-1941*. Beograd: Stubovi kulture.
81. O'Brien (2012): *Why the Gold Standard Is the World's Worst Economic Idea, in 2 Charts*. (<https://www.theatlantic.com/business/archive/2012/08/why-the-gold-standard-is-the-worlds-worst-economic-idea-in-2-charts/261552/>, zadnji puta pristupljeno, 13.02.2018)

82. Osphanides, Athanasios (2003): *Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule*. Board of Governors of the Federal Reserve System. 1-50.
83. Osterhammel, Jürgen (2014): *The Transformation of the World: A Global History of the Nineteenth Century*. Princeton University Press.
84. Plavšić, Dušan (1933): *Obrazloženje mogega predloga za sanaciju naše finansijske i privredne krize*. Štampano kao rukopis.
85. Plavšić, Dušan (1930): *Država i Narodna banka: Nekoliko pogleda na pitanje o zakonskoj stabilizaciji dinara*. Zagreb: Tisak Jugoslovenske štampe.
86. Popović, Milan (1930): *Rešenje našeg valutnog pitanja*. u (Ur.) Ljubomir Kosier: *Valutna reforma u Jugoslaviji*. 49-50.
87. Protega, Martina (2016): *Politička prava i slobode na hrvatskim područjima u Prvoj Jugoslaviji s posebnim osvrtom na razdoblje 1929.-1941* u *Pravnik*, Br.50. 133-148.
88. Ravenhill, John (2014): *Global Political Economy*. OUP Oxford.
89. Reti, Steven P. (1998): *Silver and Gold: The Political Economy of International Monetary Conferences, 1867-1892*. Greenwood Publishing Group.
90. Roselli, Alessandro (2014): *Money and Trade Wars in Interwar Europe*. Springer.
91. Rosenbloom, Joshua L. (2008): *Quantitative Economic History: The Good of Counting*. Routledge.
92. Rothbard, Murray B (2002): *A History of Money and Banking in the United States: The Colonial Era to World War II - History of Money and Banking in the United States The Colonial Era to World War II*. Ludwig von Mises Institute.
93. Rothermund, Dietmar (1996): *The Global Impact of the Great Depression, 1929-1939*. Routledge.
94. Salerno, Joseph, T. (2011): *How to Do Economic History*. In *Mises Institute: Austrian Economics, Freedom and Peace*. (<https://mises.org/library/how-do-economic-history>).
95. Sargent, Thomas J. (2014): *The evolution of monetary policy rules*. In *Journal of Economic Dynamics and Control*. Vol. 49, 147-150.
96. Schlüter, Hans I. (1932): *Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*. Verlag Dr. Walther Rothschild.
97. Šećerov, Slavko (1936): *Problemi svetske i naše privrede*. Beograd: Izdavačko i knjižarsko preduzeće Geca Kon A. D.
98. Šećerov, Slavko (1930): *Vrednost dinara i otplata duga Narodnoj Banci*. u (Ur.) Ljubomir Kosier: *Valutna reforma u Jugoslaviji*. 18-20.
99. Šojic, Milan; Branko Hinic (2014): *130 godina Narodna Banke Srbije*. In *Bankarstvo*. Vol 3. 138-152.
100. Stark, Werner (1994): *History and Historians of Political Economy*. Transaction Publishers.
101. Stojadinović, Milan M. (1963): *Ni rat ni pakt. Jugoslavija između dva rata*.
102. Stojadinović, Milan M. (1921): *Naše valutne nevolje*. Beograd: Štamparija „Narodna Samouprava“.
103. Supilo, Gjivo (1930): *Naša valutna reforma*. u (Ur.) Ljubomir Kosier: *Valutna reforma u Jugoslaviji*. 40-42.
104. Špelec, Sara (2016): *Alexander I of Yugoslavia and the metamorphosis of his portrayal in leading Slovenian newspapers*. in *Traditions*, Br. 45/1, 83-104.
105. Taylor, John. B. (1999): *Monetary Policy Rules*. University of Chicago Press.

106. The Economist (07.04.2015): *Economic history is dead; long live economic history?*
(<http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2015/04/economics-and-history>).
107. Tockwell, Llewellyn H. Jr. (1985): *The Gold Standard: Perspectives in the Austrian School*.
Ludwig von Mises Institute.
108. Tomašević, Jozo (1938): *Novac i kredit*. Zagreb: Vlastita naklada.
109. Tomašević, Jozo (1935): *Financijska politika Jugoslavije*. Zagreb: Vlastita naklada.
110. Tomašević, Jozo (1932): *Die Staatsschulden Jugoslaviens*. Zagreb: Druckerei "Merkantile".
111. Toniolo, Gianni; Piet Clement (2005): *Central Bank Cooperation at the Bank for
International Settlements, 1930-1973*. Cambridge University Press.
112. Topalović, Živko (1930): *Dinarsko pitanje*. u (Ur.) Ljubomir Kosier: *Valutna reforma u
Jugoslaviji*. 9-14.
113. Topalović, Živko (1920): *O novcu: teorija novca izložena s obzirom na rešenje valutnog
pitanja*. Sarajevo.
114. Vinaver, Vuk (1985): *Jugoslavija i Francuska između dva rata: Da li je Jugoslavija bila
francuski "satelit"*. Institut za suvremenu istoriju.
115. Vissering, G. (1931): *Die Devisenreserven der Zentralbanken: Memorandum auf
Veranlassung des Präsidenten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*. Tiskano
kao manuskript.
116. Wandschneider, Kirsten (2008): *The Stability of the Interwar Gold Exchange Standard: Did
Politics Matter? In The Journal of Economic History*. Vol. 68, No. 1, 151-180.
117. Young, Arthur Nichols (1971): *China's Nation-building effort, 1927-1937*. Hoover Pres.